

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 良品铺子(603719)

投资评级 买入

## 上次评级

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
联系电话: 13392190215  
邮箱: mazheng@cindasc.com

## 相关研究

良品铺子(603719.SH): 高端良品, 逐鹿全国

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 业绩符合预期, 线上增长亮眼

2021年10月22日

**事件:** 公司于2021年10月21日发布2021年三季报, Q1-3实现收入65.69亿元, 同比18.78%, 归母净利润3.15亿元, 同比19.57%。单Q3实现收入21.48亿元, 同比+11.89%, 归母净利润1.23亿元, 同比+20.01%。

**点评:**

- **业绩符合预期, 毛利率同口径预计有所增长。** Q3实现扣非归母净利润8942万元, 同比+11.96%, 增速与营收基本保持一致。Q1-3毛利率同比降低1.99pct至29.51%, 主要系运输费用计入营业成本影响, 销售费用率同比降低1.98pct至19.05%, 毛销差整体保持相对稳定。管理费用率同比提升0.77pct至4.93%, 研发费用率为0.37%, 净利率略微提升至4.83%。经营活动产生的现金流量净额同比+342.95%, 现金流表现良性。
- **电商增速亮眼, 主要系京东自营增长较快。** 分不同业态来看, Q3电商/加盟/直营/团购业务分别实现营收12.04/7.00/3.88/0.82亿元, 分别同比+18.53%/+1.72%/-1.25%/+203.87%。电商业务增速亮眼, 主要系京东自营平台增长较快, 公司产品定位高端, 与京东自营平台运营调性相符, 有望持续保持较快的增速; 淘系平台流量去中心化影响预计逐步降低, 有望逐步恢复至正增长。线下业务体量同比基本持平, 主要系零售渠道变革线下被分流明显, 叠加宏观经济消费疲软, 线下增长短期有所受阻。截至2021Q3底, 公司门店数量为2770家, Q3单季度门店净增加43家, 其中, 新开门店193家, 关闭门店150家, 受疫情反复及终端消费疲软, 关闭门店仍较多, 单店仍有所受影响。团购业务端, 公司已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, 体量相对小持续保持高增速。流通渠道端, 稳步推进有望扩大线下渠道触手, 带来业绩增量。
- **盈利预测与投资建议:** 我们认为, 良品铺子具有品牌打造能力和强供应链管理的优势, 线上积极拥抱京东自营、社交电商等细分平台, 有望持续保持较高增速, 线下门店端受到消费疲软及线下渠道被分流影响, 出现较多关店, 短期业绩增速表现疲软。展望后续, 公司实施全渠道策略, 渠道变革既是挑战更是机遇, 渠道深耕有望持续带动业绩增长。规模优势下, 公司业绩弹性大, 盈利能力有望进一步提升。预计良品铺子21-23年EPS为1.02/1.24/1.56元/股, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 连锁门店管理瓶颈; 线上渠道竞争加剧; 食品安全问题。

| 重要财务指标            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 7,715 | 7,894 | 9,484 | 11,206 | 13,260 |
| 增长率 YoY %         | 21.0% | 2.3%  | 20.1% | 18.2%  | 18.3%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 340   | 344   | 410   | 498    | 624    |
| 增长率 YoY%          | 42.7% | 0.9%  | 19.3% | 21.5%  | 25.3%  |
| 毛利率%              | 31.9% | 30.5% | 29.8% | 30.1%  | 30.6%  |
| 净资产收益率ROE%        | 24.0% | 16.5% | 17.0% | 17.7%  | 18.9%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.85  | 0.86  | 1.02  | 1.24   | 1.56   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 0.00  | 68.48 | 35.78 | 29.43  | 23.50  |
| 市净率 P/B(倍)        | 0.00  | 11.30 | 6.07  | 5.21   | 4.44   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2021 年 10 月 21 日收盘价

| 资产负债表 |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度  | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |  |
| 流动资产  | 3,015 | 3,367  | 3,805 | 4,219 | 4,728 |  |
| 货币资金  | 1,524 | 1,980  | 2,194 | 2,379 | 2,615 |  |
| 应收票据  | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 应收账款  | 259   | 360    | 433   | 491   | 563   |  |
| 预付账款  | 127   | 117    | 142   | 168   | 197   |  |
| 存货    | 971   | 618    | 730   | 858   | 1,009 |  |
| 其他    | 135   | 290    | 306   | 323   | 344   |  |
| 非流动资产 | 817   | 817    | 1,130 | 1,482 | 1,887 |  |
| 长期股权投 | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 固定资产  | 522   | 451    | 726   | 1,037 | 1,394 |  |
| 无形资产  | 164   | 141    | 180   | 220   | 269   |  |
| 其他    | 132   | 225    | 225   | 224   | 224   |  |
| 资产总计  | 3,832 | 4,184  | 4,935 | 5,701 | 6,615 |  |
| 流动负债  | 2,359 | 2,091  | 2,509 | 2,877 | 3,297 |  |
| 短期借款  | 0     | 40     | 40    | 40    | 40    |  |
| 应付票据  | 579   | 424    | 511   | 558   | 605   |  |
| 应付账款  | 911   | 670    | 803   | 923   | 1,059 |  |
| 其他    | 868   | 957    | 1,156 | 1,356 | 1,592 |  |
| 非流动负债 | 8     | 8      | 8     | 8     | 8     |  |
| 长期借款  | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他    | 8     | 8      | 8     | 8     | 8     |  |
| 负债合计  | 2,367 | 2,098  | 2,517 | 2,885 | 3,304 |  |
| 少数股东权 | 50    | 3      | 4     | 5     | 6     |  |
| 益     |       |        |       |       |       |  |
| 归属母公司 | 1,416 | 2,083  | 2,414 | 2,812 | 3,304 |  |
| 负债和股东 | 3,832 | 4,184  | 4,935 | 5,701 | 6,615 |  |
| 权益    |       |        |       |       |       |  |

| 重要财务指标     |       |       |       |        | 单位:百万元 |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 会计年度       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
| 营业总收入      | 7,715 | 7,894 | 9,484 | 11,206 | 13,260 |
| 同比         | 21.0% | 2.3%  | 20.1% | 18.2%  | 18.3%  |
| 归属母公司净利润   | 340   | 344   | 410   | 498    | 624    |
| 同比         | 42.7% | 0.9%  | 19.3% | 21.5%  | 25.3%  |
| 毛利率(%)     | 31.9% | 30.5% | 29.8% | 30.1%  | 30.6%  |
| ROE%       | 24.0% | 16.5% | 17.0% | 17.7%  | 18.9%  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.85  | 0.86  | 1.02  | 1.24   | 1.56   |
| P/E        | 0.00  | 68.48 | 35.78 | 29.43  | 23.50  |
| P/B        | 0.00  | 11.30 | 6.07  | 5.21   | 4.44   |
| EV/EBITDA  | -3.04 | 45.77 | 27.25 | 21.29  | 16.08  |

| 利润表    | 单位:百万元 |       |       |        |        |
|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 会计年度   | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
| 营业总收入  | 7,715  | 7,894 | 9,484 | 11,206 | 13,260 |
| 营业成本   | 5,256  | 5,489 | 6,658 | 7,831  | 9,205  |
| 营业税金及  | 42     | 50    | 60    | 70     | 83     |
| 销售费用   | 1,581  | 1,570 | 1,824 | 2,162  | 2,576  |
| 管理费用   | 411    | 377   | 490   | 576    | 664    |
| 研发费用   | 27     | 34    | 42    | 53     | 66     |
| 财务费用   | -10    | -24   | -66   | -73    | -79    |
| 减值损失合  | 0      | 1     | 0     | 0      | 0      |
| 投资净收益  | 20     | 14    | 14    | 14     | 14     |
| 其他     | 44     | 70    | 82    | 96     | 114    |
| 营业利润   | 471    | 484   | 573   | 697    | 874    |
| 营业外收支  | 2      | 0     | 4     | 4      | 4      |
| 利润总额   | 473    | 483   | 576   | 701    | 878    |
| 所得税    | 124    | 139   | 166   | 201    | 252    |
| 净利润    | 349    | 344   | 411   | 499    | 625    |
| 少数股东损  | 9      | 1     | 1     | 1      | 1      |
| 归属母公司  | 340    | 344   | 410   | 498    | 624    |
| EBITDA | 502    | 472   | 459   | 579    | 751    |
| EPS (当 | 0.85   | 0.86  | 1.02  | 1.24   | 1.56   |

| 现金流量表       | 单位:百万元 |       |       |       |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度        | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流     | 342    | 330   | 635   | 685   | 840   |
| 净利润         | 349    | 344   | 411   | 499   | 625   |
| 折旧摊销        | 105    | 97    | 48    | 65    | 85    |
| 财务费用        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失        | -20    | -14   | -14   | -14   | -14   |
| 营运资金变       | -96    | -68   | 194   | 139   | 148   |
| 其它          | 4      | -29   | -4    | -4    | -4    |
| 投资活动现       | 153    | -196  | -319  | -375  | -448  |
| 资本支出        | -126   | -150  | -333  | -390  | -462  |
| 长期投资        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | 279    | -46   | 14    | 14    | 14    |
| 筹资活动现       | -7     | 372   | -102  | -125  | -156  |
| 吸收投资        | 0      | 447   | 0     | 0     | 0     |
| 借款          | 0      | 40    | 0     | 0     | 0     |
| 支付利息或       | 0      | -103  | -102  | -125  | -156  |
| 现金流净增<br>加额 | 488    | 507   | 214   | 185   | 236   |

## 研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

## 机构销售联系人

| 区域                 | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|--------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监             | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售副总监<br>(主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售              | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北区销售              | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北区销售              | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北区销售              | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东区销售副总监<br>(主持工作) | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com     |
| 华东区销售              | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东区销售              | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售              | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东区销售              | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南区销售总监            | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南区销售              | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南区销售              | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南区销售              | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南区销售              | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。