



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

➤ **2021 年年报：**3 月 21 日公司发布 2021 年年报，全年实现收入 93.24 亿元，同比+18.11%，实现归母净利润 2.82 亿元，同比-18.06%。

➤ **全年收入较快增长，产品渠道均衡发展。**2021 年公司实现营收 93.24 亿元，同比+18.11%，折合单 Q4 实现收入 27.55 亿元，同比+16.53%。**分产品看**，肉类零食/糖果糕点/坚果炒货分别实现 21.63/20.35/16.09 亿元收入，分别同比+9.31%/+21.58%/+20.8%，合计占比 63.51%。**分渠道看**，线上线下整体实现较为均衡增长。线上实现 48.58 亿元收入，同比+21.42%，占主营业务收入比重 53.13%，在疫情催化及公司发力直播业务推动下，线上占比进一步提升。线下整体实现收入 42.86 亿元，同比+16.31%，其中加盟/直营/团购业务分别占比 27.95%/15.41%/3.51%，团购以定制化为切入点，把握礼赠需求，同比+208.58%。**分区域看**，华中/华东/西南/华南/其他地区分别实现营收 20.25/7.71/5.52/4.77/1.40 亿元，西南/华东分别同比+20.88%/+18.78%，西南净开门店 106 家（全国净开 273 家），推动西南地区业绩增长。

➤ **线上线下均衡发展，线下门店调整接近尾声。**线上面对去中心化，公司将主流电商策略由流量运营转变为精细化用户运营，在京东自营渠道取得良好增速。并积极拓展社交电商业务，在抖音做到休闲零食品类销售额第一，通过自播+达人合作实现抖音业务营收高速增长 3.62 倍。**线下**已完成全国化布局，未来将提升新开门店速度，并继续优化单店模型，注重店均提升。截至 2021 年末良品已拥有 2974 家线下门店，已完成除华北、东北以外的一二线城市布局和下沉，达成全国范围广度布局。2021 年新开门店 619 家，直营/加盟分别 185/434 家，未来将相应提速门店扩张进程。2021 年公司进行主动调整，闭店率略有提升，经过主动调整后，预计 22 年闭店率将趋于稳定。

➤ **全品类布局 SKU 持续扩充，子品牌拓展覆盖零食细分需求。**子品牌良品已实现零食及坚果全品类布局，2021 年末拥有 1555 个 SKU，全年上新 565 个 SKU，净增 299 个，在代工模式下快速达成品类扩张，覆盖更广泛的用户需求。良品从场景化角度探索细分消费人群对于零食更加多元化需求，开拓“小食仙”、“良品飞扬”等子品牌，2021 年“小食仙”达成 4.17 亿元销售额，同比+41.17%。

➤ **毛利率保持平稳，Q4 亏损短期拖累利润表现。****毛利率：**2021 年公司毛利率为 26.77%，调整 2020 年运费列支项目后，2021 年毛利率同比-0.12pct，基本保持平稳。第四季度公司毛利率 20.25%，环比前三季度下滑主因渠道结构发生变化，较低毛利率的线上渠道占比提升。**期间费用率：**2021 年期间费用率为 23.06%，会计重述调整 2020 年运费后，同比+1.85pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.94%/5.12%/0.43%/-0.42%，分别同比+1.62%/+0.35%/+0.00/-0.11pct，公司拓展新渠道业务，加大营销力度，推升销售费用率。**净利率：**2021 年公司净利率 3.03%，同比-1.33pct，Q4 净利率-1.27%，同比-4.67pct，Q4 归母净利润-0.34 亿元，利润与收入反向变动受到成本上涨、营销力度加大、渠道调整等多因素影响。

推荐

维持评级

当前价格：

30.3 元

相关研究

- 1.【民生食品饮料】良品铺子 (603719.SH) 2021 年三季报点评：全渠道均衡发展，支撑整体业绩改善
- 2.良品铺子 (603719.SH) 2021 年半年报点评：全渠道布局支撑业绩稳健增长，全年业绩改善可期
- 3.良品铺子 (603719) 2020 年三季报点评：业绩持续环比改善，期待疫情后净利率持续修复
- 4.良品铺子 (603719.SH) 深度报告：全渠道扩张，定位高端实现差异化竞争

➤ **投资建议：**预计 2022-2024 年公司实现收入 110.79/129.21/148.41 亿元，同比+18.8%/+16.6%/+14.9%；实现归母净利润 3.68/4.44/5.13 亿元，同比+30.8%/+20.7%/+15.5%，EPS 分别为 0.92/1.11/1.28 元，对应 PE 分别为 33/27/24X。考虑到公司全渠道布局、子品牌扩张所带来的成长空间，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,324	11,079	12,921	14,841
增长率（%）	18.1	18.8	16.6	14.9
归属母公司股东净利润（百万元）	282	368	444	513
增长率（%）	-18.1	30.8	20.7	15.5
每股收益（元）	0.70	0.92	1.11	1.28
PE	43	33	27	24
PB	5.7	4.8	4.1	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 21 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,324	11,079	12,921	14,841
营业成本	6,828	8,141	9,451	10,826
营业税金及附加	65	72	84	96
销售费用	1,672	1,931	2,269	2,642
管理费用	477	526	618	714
研发费用	40	50	65	62
EBIT	242	359	434	500
财务费用	-39	-20	-28	-34
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	13	12	13
营业利润	376	497	598	692
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	379	497	598	692
所得税	96	126	152	175
净利润	283	371	447	516
归属于母公司净利润	282	368	444	513
EBITDA	590	534	609	671

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,747	2,469	3,083	3,804
应收账款及票据	660	623	766	893
预付款项	109	153	171	194
存货	1,132	1,216	1,397	1,638
其他流动资产	396	403	426	448
流动资产合计	4,044	4,863	5,843	6,978
长期股权投资	3	4	6	8
固定资产	593	664	718	759
无形资产	143	128	123	128
非流动资产合计	1,386	1,353	1,319	1,290
资产合计	5,430	6,216	7,162	8,267
短期借款	30	30	30	30
应付账款及票据	1,546	1,821	2,069	2,401
其他流动负债	1,495	1,636	1,887	2,144
流动负债合计	3,072	3,487	3,986	4,575
长期借款	78	78	78	78
其他长期负债	126	126	126	126
非流动负债合计	204	204	204	204
负债合计	3,276	3,691	4,191	4,779
股本	401	401	401	401
少数股东权益	8	11	13	16
股东权益合计	2,154	2,525	2,972	3,488
负债和股东权益合计	5,430	6,216	7,162	8,267

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	18.11	18.83	16.62	14.86
EBIT 增长率	-35.49	48.53	20.94	15.20
净利润增长率	-18.06	30.82	20.66	15.50
盈利能力（%）				
毛利率	26.77	26.52	26.85	27.05
净利润率	3.03	3.35	3.46	3.48
总资产收益率 ROA	5.18	5.93	6.20	6.21
净资产收益率 ROE	13.12	14.65	15.02	14.78
偿债能力				
流动比率	1.32	1.39	1.47	1.53
速动比率	0.91	1.00	1.07	1.12
现金比率	0.57	0.71	0.77	0.83
资产负债率（%）	60.33	59.38	58.51	57.81
经营效率				
应收账款周转天数	25.83	20.51	21.64	21.96
存货周转天数	60.50	54.52	53.94	55.22
总资产周转率	1.72	1.78	1.80	1.80
每股指标（元）				
每股收益	0.70	0.92	1.11	1.28
每股净资产	5.35	6.27	7.38	8.66
每股经营现金流	1.03	2.14	1.87	2.14
每股股利	0.21	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	43	33	27	24
PB	5.7	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	18.31	18.87	15.56	13.03
股息收益率（%）	0.70	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	283	371	447	516
折旧和摊销	348	175	175	171
营运资金变动	-194	317	134	175
经营活动现金流	412	859	752	858
资本开支	-269	-128	-128	-127
投资	14	-2	-1	-2
投资活动现金流	-249	-127	-127	-126
股权募资	4	0	0	0
债务募资	68	-0	0	0
筹资活动现金流	-402	-11	-11	-11
现金净流量	-240	722	614	721

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001