良品铺子（603719.SH） 2021 年 Q4 营收增长提速，盈利能力改善可期

2022 年 03 月 24 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/23
当前股价(元)	28.03
一年最高最低(元)	57.06/27.88
总市值(亿元)	112.40
流通市值(亿元)	62.70
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.24
近 3 个月换手率(%)	37.8

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

周佳（联系人）
zhoujia@kysec.cn
证书编号：S0790121080046

● Q4 营收增长环比提速，利润端短期承压

公司发布 2021 年年报，2021 年全年实现营业收入 93.24 亿元（+18.11%），归母净利润 2.82 亿元（-18.06%）。其中 2021Q4 实现营业收入 27.55 亿，同比增长 16.53%，环比增长 28.27%，归母净利润-0.34 亿元（-142.17%），首季度亏损。Q4 公司收入增长进一步提速，但公司在面对原料价格上涨、疫情多点散发等因素的影响下优化经营策略，使得促销费用和仓储费用大幅增加，导致利润端短期承压。考虑疫情反复影响线下开店和客流以及线上流量规则变化，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预计分别至 3.72（-1.88）/4.73（-2.12）亿元，新增 2024 年归母净利润预计 6.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.18/1.52 元，当前股价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 30.2/23.8/18.4 倍，估值处于合理水平，维持“买入”评级。

● 产品创新与渠道拓展双轮驱动，营业收入稳步增长

产品端，2021 年上新 SKU 565 个，年末全渠道 SKU 高达 1555 个。公司聚焦核心品类研发，在儿童零食、节令礼盒等细分市场取得有效成果：打造首个 5 亿级大单品猪肉脯，同比增幅超 41%；儿童零食品牌“小食仙”终端销售额为 4.2 亿元，同比增长 41.2%，其中明星单品健康营养棒棒销售额达 1.3 亿；礼盒品类产品收入同比增长 72.1%。同时，公司建立 35 天快速产品上新机制，打造了黑麦吐司、大波浪面包等多款上市不足 6 月即实现销售额过千万的单品。渠道端，公司线上业务转为精细化用户经营，迅速布局扩张社交电商/社区电商等新兴渠道，实现收入 48.6 亿元（+21.4%），其中抖音平台营收同比增长 3.6 倍；线下新开门店 619 家（直营 185 家，加盟 434 家），考虑闭店后净增门店 273 家，叠加聚焦单客离店经营后单店收入同比增长 5.6%，线下收入同比增长 16.3%至 42.9 亿元。

● 全渠道融合发展叠加细分市场爆款产品打造，2022 年盈利能力改善可期

展望 2022 年，公司将通过线上线下全渠道的融合发展与细分市场爆款产品的持续探索保障收入的稳健增长，并通过产品矩阵优化和供应链深度协同克服成本压力，叠加费用投放或将稳中有降，公司盈利能力改善可期。

● 风险提示：线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、线上渠道持续冲击等。

相关研究报告

《中小盘信息更新-线上增速已回暖，静待线下门店的恢复》-2021.10.22

《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

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,894	9,324	10,920	12,902	15,064
YOY(%)	2.3	18.1	17.1	18.1	16.8
归母净利润(百万元)	344	282	372	473	611
YOY(%)	0.9	-18.1	32.1	27.1	29.3
毛利率(%)	30.5	26.8	27.8	28.4	29.0
净利率(%)	4.4	3.0	3.4	3.7	4.1
ROE(%)	16.5	13.1	15.5	17.0	18.5
EPS(摊薄/元)	0.86	0.70	0.93	1.18	1.52
P/E(倍)	32.7	39.9	30.2	23.8	18.4
P/B(倍)	5.4	5.2	4.6	4.0	3.4

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3367	4044	4218	5241	5823
现金	1980	1747	2242	2292	3139
应收票据及应收账款	360	660	535	877	772
其他应收款	78	110	110	150	154
预付账款	117	109	156	157	209
存货	618	1132	889	1479	1264
其他流动资产	212	286	286	286	286
非流动资产	817	1386	1392	1470	1534
长期投资	0	3	6	9	12
固定资产	451	593	658	736	816
无形资产	141	143	134	125	107
其他非流动资产	225	647	594	601	600
资产总计	4184	5430	5610	6711	7357
流动负债	2091	3072	2973	3674	3796
短期借款	40	30	30	30	30
应付票据及应付账款	1094	1546	1502	2070	2067
其他流动负债	957	1495	1441	1573	1698
非流动负债	8	204	189	174	159
长期借款	0	78	63	48	33
其他非流动负债	8	126	126	126	126
负债合计	2098	3276	3161	3847	3954
少数股东权益	3	8	16	31	50
股本	401	401	401	401	401
资本公积	803	803	803	803	803
留存收益	879	1042	1339	1693	2151
归属母公司股东权益	2083	2146	2433	2833	3353
负债和股东权益	4184	5430	5610	6711	7357

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	330	412	875	295	1096
净利润	344	283	380	487	630
折旧摊销	97	105	124	83	93
财务费用	-24	-39	-5	0	-9
投资损失	-14	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-118	-188	382	-272	387
其他经营现金流	46	253	-2	-2	-2
投资活动现金流	-196	-249	-126	-158	-153
资本支出	153	271	3	75	61
长期投资	0	0	-3	-3	-3
其他投资现金流	-43	22	-126	-85	-95
筹资活动现金流	372	-402	-255	-87	-96
短期借款	40	-10	0	0	0
长期借款	0	78	-16	-15	-15
普通股增加	41	0	0	0	0
资本公积增加	385	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-471	-240	-73	-81
现金净增加额	507	-240	494	50	847

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7894	9324	10920	12902	15064
营业成本	5489	6828	7883	9239	10701
营业税金及附加	50	65	68	84	99
营业费用	1570	1672	1966	2322	2711
管理费用	377	477	546	645	753
研发费用	34	40	44	45	53
财务费用	-24	-39	-5	0	-9
资产减值损失	0	0	1	0	0
其他收益	68	94	94	94	94
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	2	2	2	2
资产处置收益	0	2	2	2	2
营业利润	484	376	515	664	852
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	483	379	519	667	856
所得税	139	96	139	180	226
净利润	344	283	380	487	630
少数股东损益	1	1	8	15	19
归母净利润	344	282	372	473	611
EBITDA	523	438	587	686	870
EPS(元)	0.86	0.70	0.93	1.18	1.52

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.3	18.1	17.1	18.1	16.8
营业利润(%)	2.6	-22.3	37.2	28.9	28.4
归属于母公司净利润(%)	0.9	-18.1	32.1	27.1	29.3
获利能力					
毛利率(%)	30.5	26.8	27.8	28.4	29.0
净利率(%)	4.4	3.0	3.4	3.7	4.1
ROE(%)	16.5	13.1	15.5	17.0	18.5
ROIC(%)	14.3	9.7	12.7	14.4	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	60.3	56.4	57.3	53.7
净负债比率(%)	-92.7	-62.1	-82.0	-72.4	-86.2
流动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	0.8	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1
应收账款周转率	25.5	18.3	18.3	18.3	18.3
应付账款周转率	4.2	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.70	0.93	1.18	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.03	2.18	0.74	2.73
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.35	6.07	7.06	8.36
估值比率					
P/E	32.7	39.9	30.2	23.8	18.4
P/B	5.4	5.2	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.8	22.6	15.8	13.4	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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