



2023-03-26

公司点评报告

增持/维持

良品铺子(603719)

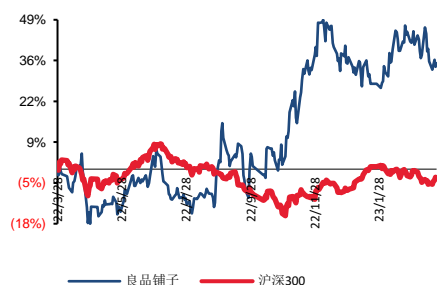
目标价: 41

昨收盘: 36.33

食品饮料 休闲食品

良品铺子：线下经营凸显韧性，期待盈利稳步提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/401
总市值/流通(百万元)	14,568/14,568
12 个月最高/最低(元)	40.21/22.25

相关研究报告：

良品铺子(603719)《良品铺子年报暨一季报点评：疫情下表现优异，展望全渠道零食龙头》——2020/04/29

良品铺子(603719)《良品铺子新股深度：线上线下双线开花的零食龙头》——2020/02/23

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

事件：

公司发布 2022 年年报，2022 年营业收入 94.40 亿元 (+1.24%)，归母净利润 3.35 亿元 (+19.16%)，扣非归母净利润 2.09 亿元 (+1.46%)。2022Q4 营业收入 24.37 亿元 (-11.56%)，归母净利润 0.48 亿元 (去年同期-0.34 亿元)，扣非归母净利润-0.09 亿元 (去年同期-0.38 亿元)。

点评：

收入分析：疫情下线下渠道凸显韧性，营收稳步增长

2022 年营业收入 94.40 亿元，同比增加 1.24%。

1) 渠道拆分：2022 年公司线下、线上销售分别为 46.21 亿元、46.98 亿元，分别同比增长 7.82%、-3.29%。线上收入占比 50.42%，线下收入占比 49.58% (+2.71pct)，线下渠道为未来发展重点，占比将逐步提升。线下来看直营、加盟销售额分别为 15.56、25.72 亿元，分别增长 10.44%、0.61%。

2) 门店分析：截至 2022 年底，公司共有门店 3226 家 (净增 252 家)，以前后两年简单平均作为加权门店数量，则 2022 年加权门店数量为 3099 家 (同比+9.24%)，加权单店收入 133.20 万元 (同比-4.70%)。

3) 直营分析：2022 年年底公司共有直营门店 998 家 (净增 91 家)，2022 年加权门店数量为 952 (同比+14.98%)，加权单店收入 163.45 万元 (同比-3.94%)。

4) 加盟分析：2022 年底公司共有加盟门店 2228 家 (净增 161 家)，2019 年加权门店数量为 2147 (同比+6.87%)，加权单店收入 119.78 万元 (同比+10.00%)。

其他拆分：

1) 按产品：肉类零食、坚果炒货销售收入分别为 20.97、20.56 亿元，占比收入 22.22%、21.78%，同比增加-3.05%、+1.05%；其次为糖果糕点、果干果脯，销售额占比逐级递减，销售额分别为 15.67 亿元、8.25 亿元，分别同比-2.60%、-2.85%。

2) 按区域：华中区域是大本营，销售额为 21.21 亿元，占比 22.77%，同比增长 4.80%；西南市场增长迅猛，销售收入 6.31 亿元，同比增长 14.28%；华北和西北为新晋市场，实现收入 1.63 亿元，同比增长 16.39%。

盈利分析：22 年公司盈利能力较为稳健

2022 年，公司主营业务毛利率为 27.67%(+0.69pct)，其中线上毛利率为 23.88%(+0.40pct)，线下毛利率为 31.52%(+0.57pct)，线下直营模式毛利率 47.47%(-0.50pct)，加盟模式 22.74%(+0.52pct)，线下加盟模式毛利率提升明显。期间费用方面，公司销售费用率 18.60%(+0.67pct)，管理费用率 5.08%(-0.04pct)，研发费用率 0.54%(+0.11pct)，财务费用率-0.37%(+0.05pct)。综上，公司归母净利润率 3.55%(+0.53pct)，扣非归母净利润率 2.21%(+0.00pct)。

23 年展望：产品品类的丰富和门店数量的增加，期待规模不断扩大下盈利能力不断提升

1) 收入端：公司在线下已形成较强的供应链优势，目前已拥有门店 3226 家，22 年预计新开店 1000 家，新门店皆为 120 平以上的大店，以提供上千种产品 SKU，增加新鲜健康产品，如短保质期烘焙类、咖啡、水饮，覆盖消费者多样化需求。线上渠道公司舍弃爆款低价策略，专注精准营销，研究用户场景化需求，预计 23 年有望实现稳健增长。此外，公司推进零食量贩品牌“零食顽家”，针对下沉市场，23 年预计新开 500 家门店，以满足追求性价比的消费者需求。2) 成本端：由于产品品类较多，单一原辅料价格波动对毛利率影响有限，同时受益于产品结构升级，预计公司毛利率稳中有小幅提升。3) 利润端：受益于毛利率提升和费率的相对稳定，预计 23 年公司盈利水平稳步提升。

未来展望：推进高端零食战略，展望全渠道零食龙头

休闲零食市场空间大，尚无全渠道龙头品牌。目前来看，休闲零食全渠道仍处于行业发展成长期，企业以跑马圈地占领市场为主。我们认为良品铺子线下已形成较强的供应链优势，线上表现稳定，净利率稳步提升。公司管理层优异，员工积极性高，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。

公司推行“高端零食”战略，通过开设至少 120 平大门店和展示 1500+SKU 的优质产品，满足不同用户不同场景下的需求。公司将持续推进门店数量，24、25 年规划开店 2000、3000 家，通过研究用户需求，用好品质打造公司高端零食品牌形象。线上线下全渠道多平台并举，提升营销费效比，未来收入利润稳步增长可期。

盈利预测与评级：公司供应链优势明显，管理层优秀，员工积极性高。渠道方面，线下加速开店，线上不断提高费效比，公司收入利润有望持续增长。我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 17%、22%、23%；利润增速分别为 21%、34%、32%；对应 EPS 为 1.01、1.36、1.79。

我们按照 2024 年的 EPS 给 30 倍 PE 阶段性目标价 41 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9440	11076	13463	16602
增长率 (%)	1%	17%	22%	23%
净利润(百万元)	335	405	544	718
增长率 (%)	19%	21%	34%	32%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.01	1.36	1.79
P/E	43	36	27	20

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。