

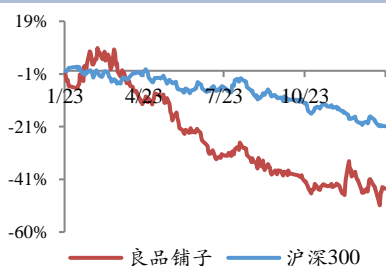
高端零食引领者，全方位覆盖多元化需求

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-16

收盘价(元)	20.28
近12个月最高/最低(元)	39.34/18.01
总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	401
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	81

公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 良心之品，高端零食引领者

良品铺子发迹于华中腹地，10余年来通过门店开拓—电商放量—定位高端—试水量贩，持续夯实国内高端零食行业龙头地位。产品方面，公司具备丰富的产品矩阵与爆品打造能力，22年底全渠道SKU共计1655个，包括肉类零食、海味零食、素食山珍、话梅果脯等多个品类，其中603个新品中打造了17个千万级爆品；渠道部分，公司采用全渠道销售模式，充分融合线下门店、电商、团购等各类销售网络，在同业具备领先优势；门店部分，截至9月底公司拥有线下门店3344家，考虑到区域分布我们认为未来仍有扩展空间，公司同时积极顺应行业发展，推出“零食顽家”进军零食量贩业务，有望打开增长新通路。业绩层面，2023 Q1-3公司累计实现营业收入59.99亿元，同比下滑14.33%；实现归母净利润1.91亿元，同比下滑33.43%。

● 全方位战略满足多元化需求

全品类+多品牌+全渠道，覆盖多元化零食需求。公司长期以来坚持全品类开发运营思路，坚持以顾客需求为导向，生产产品涵盖了日常零食的18个品种。公司在11月对300余款产品进行价格调降，平均降价22%，最高降幅45%。我们认为这有利于公司在全品类的基础上，实行差异化的产品战略：一方面通过低溢价产品覆盖更广客群，满足一般客群物美价廉的需求；另一方面依靠明显差异化的高品质形象产品，占据顾客“高端零食”的心智。此外，公司拥有休闲零食行业唯一线上线下结构均衡且高度融合的全渠道销售网络，门店已经不在执行传统的经营功能，而是变成了全渠道体系下的服务中心、交付中心和体验中心，极大提高并丰富了C端用户的购物体验与消费生态，能够更有效地满足不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求。

线下门店有望持续贡献增长动力。公司坚持线下门店业务的拓展与开发，截至到23年9月底，全国共有直营与加盟门店3344家，分别占比39%与61%。区域结构上，门店数量仍旧以华中地区为主，最新门店数达到了1550家，占比超过46%，但这一比例较19年的55%已经下降了接近9%，对应到门店数量CAGR上（以4年计算）华中地区为4%，非华中地区为13%。我们认为，公司全国化门店的战略布局仍在攻坚阶段，尤其是华北、西北等地覆盖程度还远远不够，因此预计未来华中以外地区仍有较大的成长空间。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计2023-2025年收入分别为89.60、101.04、110.15亿元，对应增速分别为-5.1%、12.8%、9.0%，归母净利润分别为2.91、3.78、4.71亿元，对应增速分别为-13.3%、29.9%、24.8%。首次覆盖，给予“买

入”评级。

● **风险提示**

线上业务增长放缓，线下门店拓展不及预期，食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9440	8960	10104	11015
收入同比 (%)	1.2%	-5.1%	12.8%	9.0%
归属母公司净利润	335	291	378	471
净利润同比 (%)	19.2%	-13.3%	29.9%	24.8%
毛利率 (%)	27.6%	28.0%	28.3%	28.8%
ROE (%)	14.0%	11.2%	13.3%	15.0%
每股收益 (元)	0.84	0.73	0.94	1.17
P/E	43.89	27.97	21.54	17.27
P/B	6.16	3.13	2.86	2.60
EV/EBITDA	17.49	12.50	9.65	9.20

资料来源: wind, 华安证券研究所, 收盘价取自于 2024/1/15。

正文目录

1 良心之品，高端零食引领者	5
2 全方位战略满足多元化需求	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	6
风险提示:	6
财务报表与盈利预测	7

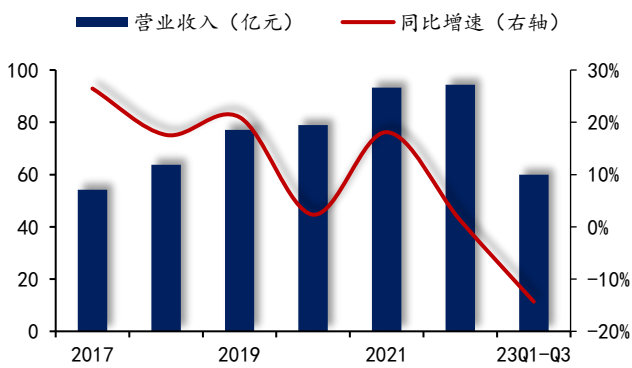
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

1 良心之品，高端零食引领者

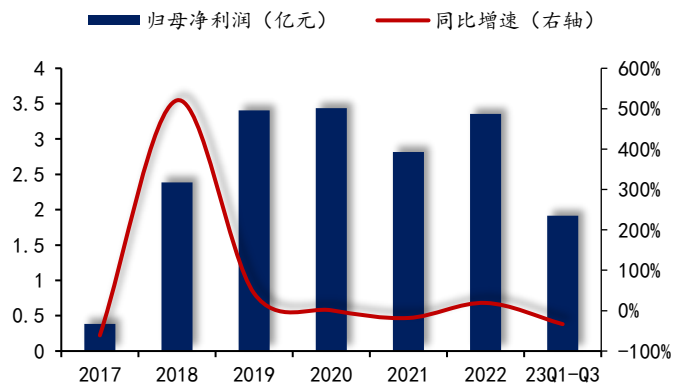
良品铺子发迹于华中腹地，10余年来通过门店开拓+电商放量+定位高端+试水量贩，持续夯实国内高端零食行业龙头地位。产品方面，公司具备丰富的产品矩阵与爆品打造能力，22年底全渠道SKU共计1655个，包括肉类零食、海味零食、素食山珍、话梅果脯等多个品类，其中603个新品中打造了17个千万级爆品；渠道部分，公司采用全渠道销售模式，充分融合线下门店、电商、团购等各类销售网络，在同业内具备领先优势；门店部分，截至9月底公司拥有线下门店3344家，考虑到区域分布我们认为未来仍有扩展空间，公司同时积极顺应行业发展，推出“零食顽家”进军零食量贩业务，有望打开增长新通路。业绩层面，2023 Q1-3公司累计实现营业收入59.99亿元，同比下滑14.33%；实现归母净利润1.91亿元，同比下滑33.43%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2 全方位战略满足多元化需求

全品类+多品牌+全渠道，覆盖多元化零食需求。公司长期以来坚持全品类开发运营思路，坚持以顾客需求为导向，生产产品涵盖了日常零食的18个品种。公司在11月对300余款产品进行价格调降，平均降价22%，最高降幅45%。我们认为这将有利于公司在全品类的基础上，实行差异化的产品战略：一方面通过低溢价产品覆盖更广客群，满足一般客群物美价廉的需求；另一方面依靠明显差异化的高品质形象产品，占据顾客“高端零食”的心智。此外，公司拥有休闲零食行业唯一线上线下结构均衡且高度融合的全渠道销售网络，门店已经不在执行传统的经营功能，而是变成了全渠道体系下的服务中心、交付中心和体验中心，极大提高并丰富了C端用户的购物体验与消费生态，能够更有效地满足不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求。

线下门店有望持续贡献增长动力。公司坚持线下门店业务的拓展与开发，截至到23年9月底，全国共有直营与加盟门店3344家，分别占比39%与61%。区域

结构上,门店数量仍旧以华中地区为主,最新门店数达到了 1550 家,占比超过 46%,但这一比例较 19 年的 55%已经下降了接近 9%,对应到门店数量 CAGR 上(以 4 年计算)华中地区为 4%,非华中地区为 13%。我们认为,公司全国化门店的战略布局仍在攻坚阶段,尤其是华北、西北等地覆盖程度还远远不够,因此预计未来华中以外地区仍有较大的成长空间。

3 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 89.60、101.04、110.15 亿元,对应增速分别为 -5.1%、12.8%、9.0%,归母净利润分别为 2.91、3.78、4.71 亿元,对应增速分别为 -13.3%、29.9%、24.8%。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:

线上业务增长放缓,线下门店拓展不及预期,食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3563	3929	4398	4738	营业收入	9440	8960	10104	11015
现金	1354	1950	2103	2277	营业成本	6837	6449	7242	7840
应收账款	735	697	786	857	营业税金及附加	50	52	59	64
其他应收款	110	105	118	129	销售费用	1756	1718	1938	2112
预付账款	303	173	210	262	管理费用	480	448	505	551
存货	916	875	1051	1084	财务费用	-35	-30	-46	-50
其他流动资产	144	129	129	129	资产减值损失	-28	0	0	0
非流动资产	1473	1501	1598	1630	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	28	28	28	投资净收益	2	-6	-7	-7
固定资产	559	532	499	464	营业利润	436	393	511	639
无形资产	134	125	119	111	营业外收入	5	3	4	4
其他非流动资产	751	816	952	1027	营业外支出	4	0	2	2
资产总计	5036	5430	5997	6367	利润总额	437	395	514	641
流动负债	2451	2635	2957	3046	所得税	103	106	137	171
短期借款	80	80	80	80	净利润	334	290	377	470
应付账款	768	841	979	988	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	1603	1714	1898	1978	归属母公司净利润	335	291	378	471
非流动负债	187	195	195	195	EBITDA	794	538	681	696
长期借款	56	56	56	56	EPS (元)	0.84	0.73	0.94	1.17
其他非流动负债	131	140	140	140					
负债合计	2638	2830	3153	3242					
少数股东权益	-1	-2	-3	-4					
股本	401	401	401	401					
资本公积	803	815	815	815					
留存收益	1195	1386	1631	1914					
归属母公司股东权益	2399	2601	2847	3129					
负债和股东权益	5036	5430	5997	6367					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2025E
经营活动现金流	103	813	603	504	成长能力				
净利润	334	290	377	470	营业收入	1.2%	-5.1%	12.8%	9.0%
折旧摊销	397	172	213	105	营业利润	16.1%	-9.9%	30.1%	24.9%
财务费用	18	6	6	6	归属于母公司净利	19.2%	-13.3%	29.9%	24.8%
投资损失	-2	6	7	7	获利能力				
营运资金变动	-641	323	7	-77	毛利率 (%)	27.6%	28.0%	28.3%	28.8%
其他经营现金流	972	-17	364	541	净利率 (%)	3.6%	3.2%	3.7%	4.3%
投资活动现金流	-145	-207	-311	-137	ROE (%)	14.0%	11.2%	13.3%	15.0%
资本支出	-160	-223	-305	-130	ROIC (%)	10.6%	8.5%	10.1%	11.8%
长期投资	-27	-4	-4	-4	偿债能力				
其他投资现金流	42	21	-2	-2	资产负债率 (%)	52.4%	52.1%	52.6%	50.9%
筹资活动现金流	-330	-10	-138	-194	净负债比率 (%)	110.0%	108.9%	110.8%	103.7%
短期借款	50	0	0	0	流动比率	1.45	1.49	1.49	1.56
长期借款	-23	0	0	0	速动比率	0.90	1.04	1.02	1.07
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	12	0	0	总资产周转率	1.80	1.71	1.77	1.78
其他筹资现金流	-357	-22	-138	-194	应收账款周转率	13.54	12.51	13.62	13.40
现金净增加额	-372	596	154	173	应付账款周转率	7.27	8.01	7.96	7.97

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。