

门店业态持续调整，短期业绩承压

- **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年实现营收 80.46 亿元，同比-14.76%；归母净利润 1.80 亿元，同比-46.26%；扣非净利润 0.65 亿元，同比-68.82%。单季度看，23Q4 实现营收 20.46 亿元，同比-16.02%；归母净利润-0.11 亿元（去年同期 0.48 亿元），扣非净利润-0.57 亿元（去年同期 0.14 亿元）。24Q1 实现营收 24.51 亿元，同比+2.79%；归母净利润 0.62 亿元，同比-57.98%；扣非净利润 0.55 亿元，同比-48.69%。23 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.25 元（含税），分红总额占 23 年归母净利润的 50.05%。
- **坚持实施“好货不贵”价格策略，门店业务持续调整。**分渠道：23 年电商/加盟/直营零售/团购业务收入分别 31.67/24.0/18.94/4.90 亿元，同比-32.58%/-6.67%/+21.69%/-0.51%，电商下滑主要系平台变化影响；门店方面，截至 23 年底公司加盟/直营门店数分别 2037/1256 家（净变动-191/+258 家）。24Q1 电商 / 加盟 / 直营 零售 / 团购 业 务 同 比 +6.65%/-16.0%/+10.16%/+57.32%，线上增长稳健，门店端持续调整，团购表现亮眼。**分区域：**23 年华中/西南/华南/华北和西北收入分别 21.32/6.83/5.63/1.97 亿元，同比+0.47%/+8.20%/+19.02%/+21.0%；华东/其他（主要指团购、电商业务）收入分别 7.19/36.58 亿元，同比-2.71%/-29.54%。
- **产品调价毛利下降，收入规模下滑费效有所降低。**23 年实现毛利率 27.75%，同比+0.18pcts；23Q4 起公司调整产品价格，集中在成本优化但不影响品质以及复购率高的零食上，23Q4 毛利率同比-0.43pcts 至 25.43%，24Q1 毛利率同比-2.74pcts 至 26.43%。费用端，23 年销售/管理/研发/财务费用率分别 19.55%/5.55%/0.54%/-0.14%，同比+0.94/+0.47/+0.01/+0.24pcts，费用率有所提升预计系收入下滑费效略有下降。23 年实现扣非净利率 0.81%，同比-1.4pcts；24Q1 实现扣非净利率 2.24%，同比-2.25pcts。
- **投资建议：**24 年公司将重点提升门店业务的经营管理效率和质量，加强产品创新体系建设，积极做好产品价值传递。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 81.6/83.5/84.5 亿元，同比+1.4%/2.3%/1.2%，归母净利润分别为 1.4/2.0/2.3 亿元，同比-24.0%/+45.7%/+13.9%，当前股价对应 PE 分别为 43/30/26x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**门店拓展不及预期，原材料价格大幅上行，行业竞争加剧，食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,046	8,162	8,347	8,449
增长率（%）	-14.8	1.4	2.3	1.2
归属母公司股东净利润（百万元）	180	137	200	228
增长率（%）	-46.3	-24.0	45.7	13.9
每股收益（元）	0.45	0.34	0.50	0.57
PE	33	43	30	26
PB	2.4	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
14.71 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 良品铺子 (603719.SH) 2023 年一季报点评：渠道加速转型升级，盈利能力明显提升-2023/05/06
2. 良品铺子 (603719.SH) 2022 年年报点评：全渠道多品类发展，23 年势能向上-2023/03/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,046	8,162	8,347	8,449
营业成本	5,813	6,164	6,241	6,285
营业税金及附加	47	50	49	51
销售费用	1,573	1,445	1,461	1,479
管理费用	447	392	401	406
研发费用	44	41	42	42
EBIT	205	191	278	313
财务费用	-11	10	13	10
资产减值损失	-12	-1	-1	0
投资收益	51	0	0	0
营业利润	261	182	266	303
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	262	184	268	305
所得税	83	46	67	76
净利润	179	138	201	229
归属于母公司净利润	180	137	200	228
EBITDA	719	730	872	865

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,971	1,506	1,634	1,716
应收账款及票据	381	565	578	587
预付款项	66	185	187	189
存货	641	684	693	698
其他流动资产	451	424	426	439
流动资产合计	3,511	3,364	3,518	3,629
长期股权投资	44	44	44	44
固定资产	656	656	656	656
无形资产	240	250	260	260
非流动资产合计	2,010	1,993	1,958	2,001
资产合计	5,521	5,357	5,476	5,630
短期借款	210	110	60	60
应付账款及票据	1,230	1,113	1,127	1,135
其他流动负债	1,185	1,181	1,196	1,204
流动负债合计	2,625	2,404	2,383	2,399
长期借款	0	9	18	27
其他长期负债	409	408	408	408
非流动负债合计	409	417	426	435
负债合计	3,034	2,822	2,809	2,834
股本	401	401	401	401
少数股东权益	-2	-1	0	1
股东权益合计	2,487	2,535	2,667	2,796
负债和股东权益合计	5,521	5,357	5,476	5,630

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.76	1.44	2.27	1.21
EBIT 增长率	-48.39	-6.59	45.28	12.71
净利润增长率	-46.26	-23.97	45.69	13.92
盈利能力 (%)				
毛利率	27.75	24.48	25.24	25.61
净利润率	2.24	1.68	2.39	2.69
总资产收益率 ROA	3.27	2.56	3.65	4.04
净资产收益率 ROE	7.24	5.40	7.49	8.14
偿债能力				
流动比率	1.34	1.40	1.48	1.51
速动比率	0.94	0.90	0.97	1.01
现金比率	0.75	0.63	0.69	0.72
资产负债率 (%)	54.95	52.68	51.30	50.34
经营效率				
应收账款周转天数	24.96	20.87	24.65	24.81
存货周转天数	48.23	38.70	39.71	39.84
总资产周转率	1.52	1.50	1.54	1.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.34	0.50	0.57
每股净资产	6.21	6.32	6.65	6.97
每股经营现金流	3.19	0.77	2.06	1.98
每股股利	0.23	0.17	0.25	0.28
估值分析				
PE	33	43	30	26
PB	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	6.86	6.76	5.66	5.71
股息收益率 (%)	1.53	1.16	1.69	1.93
现金流量表 (百万元)				
净利润	179	138	201	229
折旧和摊销	514	539	594	551
营运资金变动	570	-416	0	-13
经营活动现金流	1,280	309	825	795
资本开支	-335	-191	-216	-252
投资	33	0	0	0
投资活动现金流	-302	-195	-216	-252
股权募资	0	0	0	0
债务募资	52	-116	-41	9
筹资活动现金流	-413	-580	-480	-461
现金净流量	564	-466	128	82

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受到任何形式的补偿。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026