

2024年04月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润端承压，品牌策略焕新调整

—良品铺子（603719.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，良品铺子发布2023年年报和2024年一季度业绩报告。

投资要点

基本数据

2024-04-26

当前股价（元）	14.71
总市值（亿元）	59
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	401
52周价格范围（元）	13.46-33.5
日均成交额（百万元）	123.86

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《良品铺子（603719）：业绩短期承压，关注四季度表现》2023-10-28
- 《良品铺子（603719）：业绩短期承压，门店持续开拓》2023-08-30
- 《良品铺子（603719）：收入短期波动，利润进入释放期》2023-04-28

利润端短期承压，品牌新定位焕发新生机

公司2023年/2023Q4/2024Q1总营收分别为80.46/20.46/24.51亿元，分别同比-15%/-16%/+3%，2023年营收同减主要系市场及平台变化导致线上渠道营收下降所致。公司2023年/2023Q4/2024Q1归母净利润分别为1.80/-0.11/0.62亿元，分别同减46%/123%/58%，主要系公司实施全国范围内的一次性降价所致，尽管降价有望大幅提升客单数，但客单价下行明显拉低净利润表现。2023年/2024Q1公司毛利率分别为27.75%/26.43%，分别同比+0.2pct/-3pcts，2023年毛利率同比稳中略升，主要系联合采购与委托加工降低成本/缩减长尾商品SKU所致。2023年/2024Q1销售费率为19.55%/17.44%，分别同增0.9pct/0.4pct。2023年/2024Q1管理费率为5.55%/4.85%，分别同比+0.5pct/-0.2pct，综合导致公司2023年/2024Q1的净利率分别为2.23%/2.54%，分别同减1pct/4pcts。公司2024年发布全新品牌价值主张“自然健康新零食”，由于公司正在进行价格和品牌定位调整，消费者再教育仍需一定时间与成本，因此利润端短期承压。长期来看，新品牌定位/优势区域开店有望引领公司扩大销售规模，叠加供应链优化推进，其长期盈利能力有望提高。

产品分层策略清晰，团购渠道值得期待

分产品看，坚果炒货/果干果脯/肉类零食/素食山珍/糖果糕点/其他营收分别为13.23/6.67/16.96/4.90/18.71/19.04亿元，分别同减16%/19%/19%/20%/9%/12%。受缩减长尾SKU/下调价格/行业渠道变革的影响，2023年各品类营收有所下降。公司与零食顽家协同覆盖不同消费层级人群，通过产品货盘/价盘的差异化来满足各类消费需求，随着长尾SKU数量缩减及产品策略执行，未来运营效率有望改善。除此之外，2023年公司年货礼盒销售额同增25%，公司通过致力于产品创新与市场拓展，保持其在礼品礼盒市场的优势地位。分地区看，华中/华东/西南/华南/华北和西北/其他地区营收分别

为 21.32/7.19/6.83/5.63/1.97/36.58 亿元，分别同比 +0.5%/-3%/+8%/+19%/+21%/-30%。分销售模式看，电商/加盟/直营零售/团购业务营收分别为 31.67/24.00/18.94/4.90 亿元，分别同比-33%/-7%/+22%/-1%。2024 年公司将深化团购渠道拓展，优化产品结构，推动业绩稳增长。

盈利预测

我们看好公司门店持续开拓和品类持续创新，公司 2024 年推出“自然健康新零食”品牌主张，短期内因价格和品牌定位调整，利润受压。长期看，新定位和供应链优化有望助力销售增长和盈利提升。根据年报和一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.50/0.59/0.69 元，当前股价对应 PE 分别为 30/25/21 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、门店开拓不及预期、原材料上涨风险、竞争进一步加剧风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	8,046	9,107	10,199	11,282
增长率（%）	-14.8%	13.2%	12.0%	10.6%
归母净利润（百万元）	180	199	238	278
增长率（%）	-46.3%	10.5%	19.4%	17.0%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.50	0.59	0.69
ROE（%）	7.2%	7.6%	8.5%	9.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	8,046	9,107	10,199	11,282
现金及现金等价物	1,971	1,487	1,755	2,005	营业成本	5,813	6,542	7,285	8,011
应收款	509	699	699	680	营业税金及附加	47	53	58	63
存货	641	777	764	752	销售费用	1,573	1,785	2,009	2,234
其他流动资产	390	376	373	391	管理费用	447	501	551	598
流动资产合计	3,511	3,339	3,591	3,828	财务费用	-11	-35	-41	-48
非流动资产:					研发费用	44	49	55	61
金融类资产	7	12	16	19	费用合计	2,052	2,301	2,574	2,845
固定资产	656	613	572	534	资产减值损失	-12	1	1	-1
在建工程	1	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	240	228	216	205	投资收益	51	-4	-3	-2
长期股权投资	44	44	44	44	营业利润	261	286	344	404
其他非流动资产	1,068	1,068	1,068	1,068	加:营业外收入	3	4	3	2
非流动资产合计	2,010	1,954	1,901	1,852	减:营业外支出	2	0	1	2
资产总计	5,521	5,293	5,493	5,680	利润总额	262	290	346	404
流动负债:					所得税费用	83	91	108	126
短期借款	210	160	180	190	净利润	179	199	238	278
应付账款、票据	1,230	903	905	885	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	943	943	943	943	归母净利润	180	199	238	278
流动负债合计	2,625	2,243	2,266	2,250					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	10	16	19	成长性				
其他非流动负债	409	409	409	409	营业收入增长率	-14.8%	13.2%	12.0%	10.6%
非流动负债合计	409	419	425	428	归母净利润增长率	-46.3%	10.5%	19.4%	17.0%
负债合计	3,034	2,662	2,690	2,677	盈利能力				
所有者权益					毛利率	27.7%	28.2%	28.6%	29.0%
股本	401	401	401	401	四项费用/营收	25.5%	25.3%	25.2%	25.2%
股东权益	2,487	2,631	2,802	3,003	净利率	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%
负债和所有者权益	5,521	5,293	5,493	5,680	ROE	7.2%	7.6%	8.5%	9.3%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.9%	50.3%	49.0%	47.1%
净利润	179	199	238	278	营运能力				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	1.5	1.7	1.9	2.0
折旧摊销	77	56	52	49	应收账款周转率	15.8	13.0	14.6	16.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	9.1	8.5	9.6	10.7
营运资金变动	1025	-639	22	-11	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1280	-384	312	317	EPS	0.45	0.50	0.59	0.69
投资活动现金净流量	-302	39	37	35	P/E	32.7	29.6	24.8	21.2
筹资活动现金净流量	-1462	-96	-41	-65	P/S	0.7	0.6	0.6	0.5
现金流量净额	-485	-441	309	287	P/B	2.4	2.2	2.1	2.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。