

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

良品铺子(603719)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

相关研究

业绩承压, 期待调整改善

释放利润弹性, 门店升级有望加速

疫情业绩承压, pro 店升级加速成长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 积极调整, 静待成效

2024年05月05日

**事件:** 公司发布 23 年年报及 24 年一季报。2023 年公司实现营收 80.5 亿元, 同比下降 14.8%, 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 46.3%。24Q1 实现营收 2.5 亿元, 同比增长 2.8%, 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比下降 58%。

**点评:**

- **23 年业务承压, 降价积极应对。** 23 年公司直营零售/加盟/电子商务/团购分别实现营收 18.9/24.0/31.7/4.9 亿元, 同比+22%/-7%/-33%/-1%, 电商平台下降明显主要系线上流量变化影响, 门店业务整体相对平稳, 23 年公司净开店 67 家, 23 年年末公司门店总数为 3293 家, 其中加盟门店 2037 家 (23 年净关 191 家), 直营门店 1256 家 (23 年净开 258 家), 加盟门店受到行业外部竞争有所承压, 直营业务积极调整实现正增长。为应对外部消费环境变化, 公司积极调整, 23 年 11 月进行成立以来最大规模的一次调价, 300 多款产品平均降价 22%。24Q1 来看, 直营零售/加盟/电子商务/团购分别同比+10.2%/-16.0%/+6.7%/+57.3%, 除加盟业务外其他业务均实现正增长, 加盟业务我们预计主要系降价影响, 业务下降幅度低于降价幅度, 积极调整降价带来量增。
- **费用率相对平稳, 降价策略下 24Q1 毛利率有所波动。** 公司 23 年毛利率为 27.7%, 同比+0.2pct, 销售费用率为 19.5%, 同比+0.9pct, 管理费用率为 5.6%, 同比+0.5pct, 23 年实现归母净利率为 2.2%, 同比-1.3pct, 主要系费用率增加影响。24Q1 公司实现毛利率 26.4%, 同比-2.7, 销售费用率/管理费用率分别为 17.4%/4.9%, 同比+0.4pct/-0.2pct, 24Q1 费用率整体保持相对平稳, 24Q1 归母净利率为 2.5%, 同比下降 3.7pct, 主要系降价影响毛利率。
- **积极战略转型, 调整效果可期。** 公司积极应对外部环境变化, 后端持续提升供应链/组织效率, 前端给消费者提供具备质价比优势的产品。往后展望, 公司门店业务与量贩零食更多是错位竞争, 通过实施“好吃不贵”的价格策略以及“自然健康新零食”的价值主张, 关注后续门店调整的成效。线上业务公司积极探索新兴电商平台, 关注公司切入抖音等新兴电商平台的成效。公司礼盒在 IP 合作、场景细分等方面经验丰富, 24 年年货礼盒销售额同比增长达 25%, 团购业务 24Q1 亦实现高速增长, 趋势有望延续。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 0.62 元、0.78 元、0.90 元。公司对于当前消费环境认知深刻, 且内部积极调整, 供应链持续降本增效, 为前端提供更具质价比优势的产品, 看好公司调整成效, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 门店业务竞争加剧, 线上接入新兴电商平台不及预期, 食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9,440	8,046	8,939	9,601	10,247
增长率 YoY %	1.2%	-14.8%	11.1%	7.4%	6.7%
归属母公司净利润 (百万元)	335	180	248	313	362
增长率 YoY%	19.2%	-46.3%	37.6%	26.3%	15.6%
毛利率%	27.6%	27.7%	25.3%	25.3%	25.3%
净资产收益率ROE%	14.0%	7.2%	9.3%	10.8%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.45	0.62	0.78	0.90
市盈率 P/E(倍)	44.07	47.95	24.32	19.26	16.66
市净率 P/B(倍)	6.16	3.47	2.25	2.07	1.89

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	3,563	3,511	3,647	3,948	4,246	
货币资金	1,354	1,971	1,950	2,183	2,398	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	735	381	423	421	435	
预付账款	303	66	76	82	87	
存货	916	641	732	786	839	
其他	254	451	466	476	486	
<b>非流动资产</b>	1,473	2,010	2,066	2,112	2,188	
长期股权投资	28	44	44	44	44	
固定资产(合)	559	656	697	739	782	
无形资产	134	240	266	280	293	
其他	751	1,069	1,059	1,048	1,068	
<b>资产总计</b>	5,036	5,521	5,713	6,060	6,434	
<b>流动负债</b>	2,451	2,625	2,632	2,745	2,848	
短期借款	80	210	0	0	0	
应付票据	325	343	512	511	503	
应付账款	768	888	805	845	881	
其他	1,278	1,185	1,315	1,390	1,464	
<b>非流动负债</b>	187	409	409	409	409	
长期借款	56	0	0	0	0	
其他	131	409	409	409	409	
<b>负债合计</b>	2,638	3,034	3,040	3,153	3,257	
少数股东权益	-1	-2	-3	-4	-6	
归属母公司	2,399	2,489	2,676	2,911	3,183	
<b>负债和股东权益</b>	5,036	5,521	5,713	6,060	6,434	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	9,440	8,046	8,939	9,601	10,247	
同比(%)	1.2%	-14.8%	11.1%	7.4%	6.7%	
归属母公司净利润	335	180	248	313	362	
同比(%)	19.2%	-46.3%	37.6%	26.3%	15.6%	
毛利率(%)	27.6%	27.7%	25.3%	25.3%	25.3%	
ROE%	14.0%	7.2%	9.3%	10.8%	11.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.45	0.62	0.78	0.90	
P/E	44.07	47.95	24.32	19.26	16.66	
P/B	6.16	3.47	2.25	2.07	1.89	
EV/EBITDA	20.93	11.84	10.81	9.64	9.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	9,440	8,046	8,939	9,601	10,247	
营业成本	6,837	5,813	6,678	7,170	7,657	
营业税金及附加	50	47	52	56	60	
销售费用	1,756	1,573	1,555	1,632	1,721	
管理费用	480	447	447	461	471	
研发费用	51	44	52	56	59	
财务费用	-35	-11	-58	-66	-71	
减值损失合计	-28	-12	0	0	0	
投资净收益	2	51	-5	-5	-5	
其他	160	88	118	125	133	
<b>营业利润</b>	436	261	326	412	477	
营业外收支	1	1	3	3	3	
<b>利润总额</b>	437	262	329	416	480	
所得税	103	83	82	104	120	
<b>净利润</b>	334	179	247	312	360	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2	
<b>归属母公司净利润</b>	335	180	248	313	362	
EBITDA	664	637	438	467	465	
EPS(当年)(元)	0.84	0.45	0.62	0.78	0.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	103	1,280	590	600	570	
净利润	334	179	247	312	360	
折旧摊销	397	514	284	241	188	
财务费用	18	28	0	0	0	
投资损失	-2	-51	5	5	5	
营运资金变动	-641	570	59	45	20	
其它	-3	39	-5	-3	-3	
<b>投资活动现金流</b>	-145	-302	-339	-288	-265	
资本支出	-160	-335	-134	-133	-140	
长期投资	-27	33	0	0	0	
其他	42	0	-205	-155	-125	
<b>筹资活动现金流</b>	-330	-413	-272	-78	-90	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	50	52	-210	0	0	
支付利息或股息	-88	-104	-62	-78	-90	
<b>现金流净增加额</b>	-372	564	-21	233	215	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。