


2024年05月05日
良品铺子(603719.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

休闲食品

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

17.02元

股价(2024-04-30)

15.04元

交易数据

总市值(百万元) 6,031.04

流通市值(百万元) 6,031.04

总股本(百万股) 401.00

流通股本(百万股) 401.00

12个月价格区间 13.46/33.31元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.4	-17.8	-44.6
绝对收益	-9.5	-6.7	-55.1

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

相关报告

加速开店拖累短期业绩, 长期发展可期	2023-10-29
良品铺子(603719.SH): 收入短期承压, 开店势能延续	2023-08-30
盈利能力改善明确, 门店升级势能向上	2023-05-03

转型调整在途, 静待成效释放

事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营收 80.46 亿元, 同比-14.76%, 实现归母净利润 1.80 亿元, 同比-46.26%, 实现扣非归母净利润 0.65 亿元, 同比-68.82%。24Q1 实现营收 24.51 亿元, 同比+2.79%, 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比-57.98%, 实现扣非归母净利率 0.55 亿元, 同比-48.69%。

春节错期扰动收入节奏, 电商受阻直营加速:

23Q4 公司营收同比-16.02%, 24Q1 营收同比+2.79%, 预计与春节备货周期波动相关。2023 年公司营收同比-14.76%, 主因电商受行业及平台变化的影响, 营收同比-32.58%。线下业务方面, 公司实施精细化开发管理, 优化门店结构, 科学把握门店规模, 全年门店净增 67 家至 3293 家, 其中加大直营店开店力度, 全年净开店 258 家至 1256 家门店, 并以直营店探索新店型新模式, 带动直营业务营收同比+21.69%; 加盟门店净缩减 191 家至 2037 家, 影响加盟业务营收同比-6.67%。公司持续坚持全品类发展, 糖果糕点、肉类零食、坚果炒货等分别实现营收 18.71、16.96、13.23 亿元, 公司已形成原材料到生产制造再到消费者的敏捷供应链条, 从产品概念提出到生产交付最短可达 26 天。24Q1 在礼赠需求带动下, 年货节礼盒销量同比+25%, 其中 24Q1 团购业务销售额同比+57.32%、电商同比+6.65%, 直营门店受益于门店数量增加(24Q1 末同比+147 家) 同比+10.16%, 加盟门店由于门店数量减少(24Q1 末同比-178 家) 同比-16.00%。在门店数量方面, 24Q1 期间直营、加盟均呈闭店趋势, 分别同比-83、-57 家至 1173、1980 家。

降价影响短期利润表现, 精耕细作实现高质量发展:

2023 年公司归母净利润同比-46.26%, 净利率同比-1.31pct 至 2.23%, 其中毛利率同比+0.18pct, 保持相对稳定, 销售费用率+0.94pct 至 19.55%, 管理费用率同比+0.47pct 至 5.55%, 预计一方面由于收入体量下降, 但仍然存在一定固定费用支出, 另一方面直营占比提升改变费用结构。24Q1 公司净利率同比-3.69%至 2.54%, 其中毛利率-2.74pct 至 26.43%, 主因公司对门店 300 余款产品降价, 直接影响自身毛利率表现, 销售费用率+0.44pct 至 17.44%, 预计主因春节旺季, 公司加大广宣力度, 但伴随公司对供应链、流程、人员等多方面提质增效, 管理费用率等已呈现下降趋势。

降价适应消费趋势, 内部增效保障长期竞争力:

当前零食消费趋势正发生变化, 产品创新层出不穷, 渠道更加多元化。根据公司公告, 良品积极应对外部环境变化, 对外对 300 余款产品降价, 并不断探索新的品类模式, 试点新鲜短保零食、推出新的季节限定产品, 对内围绕供应链及运营管理多环节提质增效, 优化门店模型,

实现更加精细化运作。我们认为在当前消费更趋理性的环境下，积极应对市场变化，适应调整价盘及运营模式的公司更具长期成长性，且良品铺子定位“高端零食”，从原料端打造高端品质，整体价格带更宽，覆盖客群更广，部分产品降价后整体竞争力有望进一步提升。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 3.2%、8.4%、7.2%，利润增速分别为 8.1%、19.3%、15.2%，考虑到公司当前主动调整运营策略顺应市场变化趋势，未来发展空间可期，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 17.02 元，相当于 2024 年 35x PE。

目 风险提示：市场竞争加剧、开店速度放缓、食品安全问题。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9,439.6	8,045.9	8,304.6	9,004.4	9,656.2
净利润	335.5	180.3	195.0	232.6	268.0
每股收益(元)	0.84	0.45	0.49	0.58	0.67
每股净资产(元)	5.98	6.21	6.84	7.32	7.91

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.0	33.5	30.9	25.9	22.5
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
净利润率	3.6%	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%
净资产收益率	14.0%	7.2%	7.1%	7.9%	8.5%
股息收益率	1.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.5%
ROIC	272.0%	23.9%	-200.9%	27.3%	-264.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034