

良品铺子 (603719.SH)

增持 (维持)

短期业绩承压，静待调整成效

公司 2025 年实现收入 54.86 亿元/-23.38%，归母净利润-1.48 亿元，扣非归母净利润-1.78 亿元。单季度看，26Q1 单季度实现营收 20.40 亿元/+17.78%，归母净利润 0.48 亿元/上年同期为-0.36 亿元，扣非归母净利润 0.45 亿元/上年同期为-0.40 亿元。公司当前积极聚焦供应链、产品、渠道多维度调整转型。维持“增持”评级。

□ 公司处在深度调整期，盈利端承压。公司 2025 年实现收入 54.86 亿元/-23.38%，归母净利润-1.48 亿元，扣非归母净利润-1.78 亿元。26Q1 单季度实现营收 20.40 亿元/+17.78%，归母净利润 0.48 亿元/上年同期为-0.36 亿元，扣非归母净利润 0.45 亿元/上年同期为-0.40 亿元。

□ 收入拆分：分销售模式看，公司 2025 年电商/加盟/直营零售/团购各项业务收入分别实现收入 21.68/13.59/13.61/5.41 亿，分别同比增长 -26.05%/-27.47%/-20.76%/-7.04%；分品类来看，公司 2025 年坚果炒货/果干果脯/肉类零食/素食山珍/糖果糕点/其他各品类分别实现收入 9.26/3.72/11.40/3.00/9.76/17.16 亿，同比分别增长 -18.70%/-40.64%/-11.97%/-27.58%/-35.43%/-19.05%。

□ 门店结构持续优化，聚焦单店效率提升。门店方面，公司 2025 年新开直营/加盟门店分别 68/230 家，减少直营/加盟门店 417/478 家，净增直营/加盟门店数-349/-248 家，截至 25 年末公司直营/加盟门店数分别 684/1423 家。

□ 毛利率回落，2025 年盈利能力承压。2025 年公司毛利率为 24.83%/-1.31pct，净利率-2.63%/-1.94pct。2025 年公司财务费用率为 0.19%/+0.15pct，管理费用率为 4.02%/-0.7pct，销售费用率为 23.43%/+2.36pct，研发费用率为 0.32%/+0.05pct。

□ 投资建议。公司当前围绕核心产区溯源，通过“一品一链”产品创新升级，通过渠道优化调整、产品价值传递、精益管理等举措，开展业务调整优化。因公司转型期渠道及产品较大幅度的调整，包括关闭低效门店致门店数减少+产品价格及品类结构调整致毛利率下降，调整公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 0.8/0.9/1.0 亿元，维持“增持”评级。

□ 风险提示：单店表现不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7159	5486	5047	4794	4938
同比增长	-11%	-23%	-8%	-5%	3%
营业利润(百万元)	(25)	(180)	100	114	127
同比增长	-110%	NA	NA	14%	11%
归母净利润(百万元)	(46)	(148)	78	89	98
同比增长	-126%	NA	NA	13%	11%
每股收益(元)	-0.11	-0.37	0.19	0.22	0.25
PE	NA	NA	56.9	50.2	45.2
PB	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

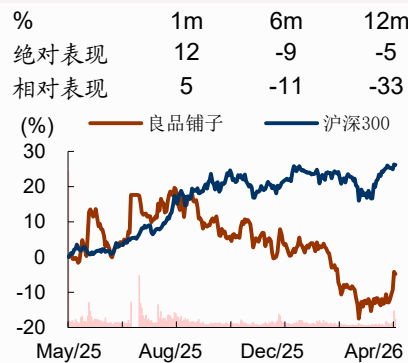
消费品/商业

当前股价：11.09 元

基础数据

总股本(百万股)	401
已上市流通股(百万股)	401
总市值(十亿元)	4.4
流通市值(十亿元)	4.4
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	-3.1
资产负债率	40.0%
主要股东	宁波汉意创业投资合伙企业
主要股东持股比例	35.23%

股价表现



相关报告

1、《良品铺子(603719)——转型积极推进，利润短期承压》2024-05-02

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3090	2525	2478	2432	2566
现金	1032	313	394	405	507
交易性投资	324	934	934	934	934
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	471	253	216	205	211
其它应收款	102	79	73	69	71
存货	664	545	493	468	482
其他	498	401	369	350	361
非流动资产	1612	1298	1230	1172	1123
长期股权投资	65	50	50	50	50
固定资产	649	604	562	526	493
无形资产商誉	237	226	206	188	173
其他	661	418	412	409	407
资产总计	4702	3823	3708	3604	3690
流动负债	2261	1735	1546	1358	1352
短期借款	310	160	176	40	4
应付账款	974	802	736	699	720
预收账款	240	286	263	250	257
其他	737	486	371	369	370
长期负债	196	87	87	87	87
长期借款	0	0	0	0	0
其他	196	87	87	87	87
负债合计	2457	1822	1633	1445	1439
股本	401	401	401	401	401
资本公积金	704	704	704	704	704
留存收益	1138	890	966	1052	1146
少数股东权益	2	5	3	1	(1)
归属于母公司所有者权益	2243	1996	2072	2157	2252
负债及权益合计	4702	3823	3708	3604	3690

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6	412	177	143	133
归母净利润	(46)	(148)	78	89	98
折旧摊销	190	148	101	93	86
财务费用	24	9	13	6	2
投资收益	8	2	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(176)	442	39	7	(4)
其它	7	(43)	(7)	(4)	(2)
投资活动现金流	(649)	(530)	15	13	11
资本支出	(124)	(52)	(30)	(31)	(32)
其他投资	(525)	(477)	45	44	43
筹资活动现金流	(457)	(464)	(111)	(145)	(42)
借款变动	(43)	(145)	(96)	(136)	(36)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(9)	0	0	0	0
股利分配	(190)	(200)	(2)	(3)	(4)
其他	(215)	(120)	(13)	(6)	(2)
现金净增加额	(1100)	(581)	81	11	102

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7159	5486	5047	4794	4938
营业成本	5288	4123	3785	3596	3704
营业税金及附加	45	23	22	20	21
营业费用	1509	1285	959	901	923
管理费用	338	220	202	192	198
研发费用	19	17	16	15	16
财务费用	3	11	13	6	2
资产减值损失	(50)	(32)	2	3	4
公允价值变动收益	10	11	11	11	11
其他收益	57	35	35	35	35
投资收益	(0)	2	2	2	2
营业利润	(25)	(180)	100	114	127
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	(26)	(179)	101	115	128
所得税	24	(34)	25	28	31
少数股东损益	(3)	3	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	(46)	(148)	78	89	98

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-11%	-23%	-8%	-5%	3%
营业利润	-110%	NA	NA	14%	11%
归母净利润	-126%	NA	NA	13%	11%
获利能力					
毛利率	26.1%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利率	-0.6%	-2.7%	1.5%	1.8%	2.0%
ROE	-2.1%	-7.4%	3.8%	4.1%	4.4%
ROIC	-1.6%	-6.0%	3.8%	4.1%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	47.7%	44.0%	40.1%	39.0%
净负债比率	11.0%	7.1%	4.8%	1.1%	0.1%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.401	1.287	1.4	1.3	1.3
存货周转率	8.1	6.8	7.3	7.5	7.8
应收账款周转率	16.8	15.2	21.5	22.8	23.7
应付账款周转率	4.8	4.6	4.9	5.0	5.2
每股资料(元)					
EPS	-0.11	-0.37	0.19	0.22	0.25
每股经营净现金	0.01	1.03	0.44	0.36	0.33
每股净资产	5.59	4.98	5.17	5.38	5.62
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	NA	NA	56.9	50.2	45.2
PB	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	114.5	-62.6	28.1	28.2	28.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。