

良品铺子 (603719.SH)

高筑墙、广积粮，业绩有望逐季改善

事件：公司于8月27日发布2020年中报。上半年公司实现营收36.1亿元，同比+3.02%；归母净利润1.6亿元，同比-17.56%。单Q2营收17.0亿元，同比+1.8%；归母净利润0.7亿元，同比-15.2%。

线上渠道增速放缓，促销力度减小推动毛利率改善。公司Q2线上销售收入8.7亿元，同比+13.9%，增速放缓的原因是一方面阿里平台流量分流，另一方面Q2疫情影响学生消费群体尚未返校。公司强化直播通路建设和运营，私域和公域流量并重，上半年天猫旗舰店直播同比+458%，获客近百万，客单价同比+10%。公司在微信搭建私域流量平台，围绕“门店+微信”注重客户关系经营和维护。Q2线上销售毛利率同比+3.89 pct至31.71%，主要原因系公司Q2促销力度缩减。

线下门店受疫情影响处于调整期，发力“门店+”业务引流。公司近一半线下门店位于疫情影响较为严重的华中地区，且主要布局商圈综合体，因此线下渠道受客流减少影响，直营门店营收同比-23.3%，加盟批发收入同比-0.8%。Q2公司新增门店139家，关闭门店106家，截至6月底共有门店2450家。分区域看，华中地区线下门店受影响较大，关闭门店63家；华东地区门店拓展较快，新开55家门店，源于公司采取多种帮扶政策鼓励加盟商开店。公司为弥补线下客流量减少，积极发力O2O并开展外卖运营、商圈社区团购、在线直播、会员在线服务，将门店订单数提升了10%左右。外卖占比提升致线下渠道毛利率略有下滑，直营零售业务毛利率同比下降5.1 pct。Q2销售费用率同比增长2.4 pct，源于疫情期间物流运输费用、门店促销费用增长，费用率提升致Q2归母净利润同比-15.2%。

细分市场产品创新，巩固高端零食定位。公司持续加大产品创新，进入儿童零食、运动营养食品等细分市场，推出针对儿童零食的品牌“良品小食仙”，健身代餐品牌“良品飞扬”。上半年公司组建了“产品研发事业部”，通过技术驱动打造具备差异化、竞争力的高端零食。

盈利预测：下半年门店客流逐步恢复，进入零食消费旺季，公司继续加快加盟门店拓展。我们调整2020/21/22年盈利预测归母净利润为3.5/4.7/5.7亿元（此前为3.8/4.7/5.7亿元），同比+4.1%/31.5%/22.9%，当前市值对应PE 82.3/62.6/50.9倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响线下客流量，门店拓展不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,378	7,715	8,244	9,666	11,222
增长率 yoy (%)	17.6	21.0	6.9	17.2	16.1
归母净利润(百万元)	239	340	354	466	572
增长率 yoy (%)	520.7	42.7	4.1	31.5	22.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.59	0.85	0.88	1.16	1.43
净资产收益率(%)	22.2	23.8	20.9	21.8	21.4
P/E(倍)	122.2	85.7	82.3	62.6	50.9
P/B(倍)	27.1	20.6	17.4	13.8	11.0

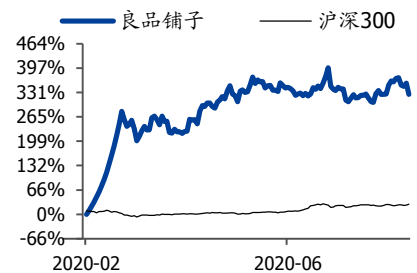
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	72.70
总市值(百万元)	29,152.70
总股本(百万股)	401.00
其中自由流通股(%)	10.22
30日日均成交量(百万股)	2.35

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旸

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《良品铺子(603719.SH)：高端零食定位巩固，Q1表现好于预期》2020-04-30
- 2、《良品铺子(603719.SH)：专注高端零食，全渠道发力加速奔跑》2020-04-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2378	3015	3478	4280	5000
现金	1037	1524	2413	2692	3473
应收票据及应收账款	86	259	154	276	173
其他应收款	65	62	88	80	107
预付账款	181	127	108	149	131
存货	712	971	643	1010	1044
其他流动资产	297	72	72	72	72
非流动资产	805	817	818	863	903
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	321	522	512	559	608
无形资产	175	164	180	194	194
其他非流动资产	309	132	126	110	101
资产总计	3183	3832	4296	5143	5904
流动负债	2056	2359	2511	2905	3111
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1390	1491	1832	1947	2334
其他流动负债	666	868	678	958	778
非流动负债	8	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8	8
负债合计	2064	2367	2519	2913	3119
少数股东权益	42	50	59	71	85
股本	360	360	401	401	401
资本公积	418	418	418	418	418
留存收益	298	637	903	1252	1680
归属母公司股东权益	1077	1416	1719	2159	2700
负债和股东权益	3183	3832	4296	5143	5904

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148	342	990	394	904
净利润	248	349	363	478	586
折旧摊销	90	105	87	96	109
财务费用	2	-10	-19	-31	-38
投资损失	-32	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	-186	-97	578	-129	267
其他经营现金流	26	16	-0	-0	-0
投资活动现金流	-145	153	-68	-120	-129
资本支出	263	127	1	44	41
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	280	-67	-76	-88
筹资活动现金流	-8	-7	-32	5	6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	41	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-7	-73	5	6
现金净增加额	-5	488	889	279	781

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6378	7715	8244	9666	11222
营业成本	4387	5256	5649	6613	7704
营业税金及附加	33	42	45	53	62
营业费用	1240	1581	1715	1972	2244
管理费用	384	411	412	464	505
研发费用	21	27	28	34	39
财务费用	2	-10	-19	-31	-38
资产减值损失	-4	-0	-3	-2	-3
其他收益	8	66	53	52	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	20	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	346	471	490	636	781
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	347	473	491	637	782
所得税	99	124	128	159	195
净利润	248	349	363	478	586
少数股东损益	9	9	9	12	14
归属母公司净利润	239	340	354	466	572
EBITDA	405	533	519	657	798
EPS (元)	0.59	0.85	0.88	1.16	1.43

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	21.0	6.9	17.2	16.1
营业利润(%)	197.9	36.1	3.9	29.8	22.8
归属于母公司净利润(%)	520.7	42.7	4.1	31.5	22.9
获利能力					
毛利率(%)	31.2	31.9	31.5	31.6	31.3
净利率(%)	3.7	4.4	4.3	4.8	5.1
ROE(%)	22.2	23.8	20.9	21.8	21.4
ROIC(%)	20.8	22.2	19.0	19.8	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	61.8	58.6	56.6	52.8
净负债比率(%)	-92.0	-103.4	-138.5	-122.6	-126.3
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.6	0.8	1.1	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	68.2	44.7	40.0	45.0	50.0
应付账款周转率	3.1	3.6	3.4	3.5	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.85	0.88	1.16	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.85	2.47	0.98	2.25
每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.53	4.18	5.28	6.63
估值比率					
P/E	122.2	85.7	82.3	62.6	50.9
P/B	27.1	20.6	17.4	13.8	11.0
EV/EBITDA	69.5	52.0	51.6	40.4	32.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com