

公司研究

短期经营承压，盈利能力有所提升

——良品铺子(603719.SH)2023年一季报点评

要点

事件：良品铺子发布2023年一季报，23Q1单季度实现营业收入23.85亿元，同比-18.94%；归母净利润1.49亿元，同比+59.78%；扣非归母净利润1.07亿元，同比+75.50%。

线上及加盟业务增势放缓，经营表现短期承压。分渠道看，2023Q1公司营收端有所承压，23Q1公司线上/线下渠道分别实现收入12.06/14.54亿元，同比-32.42%/-2.33%。1)线上：电商平台流量持续下滑的背景下，公司主动调整各平台经营策略，23Q1仍处于调整阶段，对整体业绩造成一定影响。2)线下：23Q1加盟/直营零售/团购业务分别实现收入7.58/5.81/1.16亿元，同比-2.87%/+7.09%/-30.49%。其中加盟业务收入增速有所下滑，主要系公司老店升级节奏影响，23Q1关闭的门店主要为改造升级为大店店型造成的短期闭店。截至2023Q1末公司门店总数为3184家，净减少门店数量为42家（加盟店净减少70家，直营门店净增28家），23Q1已签约待开业门店数量为81家（加盟店/直营店分别为16/65家）。分地区看，华中/华东/西南/华南/华北和西北地区分别实现营收6.67/2.33/2.24/1.53/0.61亿元，同比-0.55%/-9.15%/+8.92%/+9.64%/+22.82%。华中及华东地区增速有所放缓，主要系公司调整开店节奏，23Q1着重优化单店模型。

战略调整下毛利率提升，盈利能力有所增强。毛利方面，公司23Q1毛利率为29.16%，同比+2.86pcts，环比+3.31pcts，主要系1)线上业务经战略调整，营销效率有所提升，23Q1电商业务毛利率同比+4.23pcts；2)运输费用有所下滑；3)毛利率较高的直营业务收入增速相对更快，拉升整体毛利率。期间费用方面，23Q1销售费用率为17.01%，同比-1.28pcts，环比-2.19pcts，主要系公司调整经营战略，费用投放效率有所提升。管理费用率为5.05%，同比+0.45pcts，环比+0.19pcts。综合来看，23Q1净利率为6.24%，同比+3.07pcts，环比+4.26pcts。展望2023年全年，公司推出大店店型，计划于2023年新开1000家大店同时将1000家老店升级为大店。预计23Q2起开店节奏有所加快，拉动整体业绩增长。此外，“零食顽家”23年3月底开放加盟，截至23年4月已开15家门店，全年计划开设500家门店。随着门店数量增长，单店净利率已提升至2.5%，后续仍有较大提升空间。

盈利预测、估值与评级：公司积极推进新店型，主动布局零食量贩新业态。维持2023-2025年EPS预测为1.22/1.49/1.74元，当前股价对应P/E分别为27/23/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：线上竞争加剧，原材料成本波动，门店拓展不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,324	9,440	11,344	14,251	16,464
营业收入增长率	18.11%	1.24%	20.18%	25.62%	15.53%
净利润(百万元)	282	335	491	596	697
净利润增长率	-18.06%	19.16%	46.34%	21.39%	16.93%
EPS(元)	0.70	0.84	1.22	1.49	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.12%	13.99%	17.00%	17.88%	18.12%
P/E	48	40	27	23	19
P/B	6.3	5.6	4.7	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-28

买入（维持）

当前价：33.50元

作者

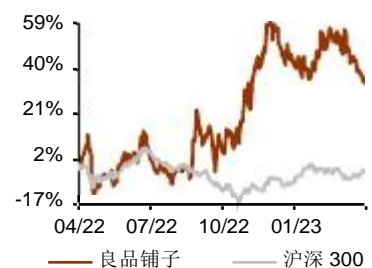
分析师：叶倩瑜
执业证书编号：S0930517100003
021-52523657
yeqianyu@ebsecn.com
分析师：陈彦彤
执业证书编号：S0930518070002
021-52523689
chenyt@ebsecn.com
分析师：杨哲
执业证书编号：S0930522080001
021-52523795
yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺
lijq@ebsecn.com
联系人：董博文
dongbowen@ebsecn.com
联系人：汪航宇
wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.01
总市值(亿元)	134.34
一年最低/最高(元)	21.87/41.30
近3月换手率	38.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.61	2.23	47.81
绝对	-3.87	-1.87	51.87

资料来源：Wind

相关研报

Q4短期承压，期待大店表现——良品铺子(603719.SH)2022年年报点评(2023-03-26)
股权激励激发团队活力，门店业务助力业绩增长——良品铺子(603719.SH)2023年员工持股计划(草案)点评(2023-01-12)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,324	9,440	11,344	14,251	16,464
营业成本	6,828	6,837	8,092	10,190	11,753
折旧和摊销	55	65	74	82	92
税金及附加	65	50	60	75	87
销售费用	1,672	1,756	2,088	2,615	3,013
管理费用	477	480	576	724	837
研发费用	40	51	62	78	91
财务费用	-39	-35	15	34	48
投资收益	2	2	20	20	20
营业利润	376	436	665	800	938
利润总额	379	437	666	801	939
所得税	96	103	163	192	227
净利润	283	334	503	609	712
少数股东损益	1	-1	12	13	15
归属母公司净利润	282	335	491	596	697
EPS(元)	0.70	0.84	1.22	1.49	1.74

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	412	103	884	343	847
净利润	282	335	491	596	697
折旧摊销	55	65	74	82	92
净营运资金增加	381	638	84	936	432
其他	-306	-935	234	-1,271	-374
投资活动产生现金流	-249	-145	-248	-160	-180
净资本支出	-269	-160	-150	-180	-200
长期投资变化	3	28	0	0	0
其他资产变化	17	-13	-98	20	20
融资活动现金流	-402	-330	279	398	-224
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	244	60	297	586	10
无息负债变化	933	-698	637	438	587
净现金流	-240	-372	914	581	443

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	26.8%	27.6%	28.7%	28.5%	28.6%
EBITDA 率	4.7%	6.1%	6.5%	6.3%	6.4%
EBIT 率	3.6%	4.8%	5.8%	5.7%	5.9%
税前净利润率	4.1%	4.6%	5.9%	5.6%	5.7%
归母净利润率	3.0%	3.6%	4.3%	4.2%	4.2%
ROA	5.2%	6.6%	7.8%	7.7%	7.8%
ROE (摊薄)	13.1%	14.0%	17.0%	17.9%	18.1%
经营性 ROIC	9.9%	10.8%	14.3%	13.6%	14.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	60%	52%	55%	58%	57%
流动比率	1.32	1.45	1.41	1.39	1.43
速动比率	0.95	1.08	1.06	1.07	1.09
归母权益/有息债务	7.55	6.97	4.50	2.71	3.11
有形资产/有息债务	17.88	13.55	9.54	6.19	7.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	5,430	5,036	6,471	7,953	9,077
货币资金	1,747	1,354	2,269	2,850	3,293
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	660	735	843	1,084	1,238
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	110	110	133	166	192
存货	1,132	916	1,213	1,448	1,717
其他流动资产	269	126	223	372	485
流动资产合计	4,044	3,563	4,942	6,318	7,338
其他权益工具	0	5	5	5	5
长期股权投资	3	28	28	28	28
固定资产	593	559	595	701	820
在建工程	86	95	140	133	109
无形资产	143	134	132	129	126
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9	67	63	63	63
非流动资产合计	1,386	1,473	1,530	1,635	1,739
总负债	3,276	2,638	3,572	4,597	5,194
短期借款	30	80	586	1,172	1,182
应付账款	1,112	768	1,114	1,274	1,543
应付票据	434	325	450	525	629
预收账款	0	0	0	1	1
其他流动负债	33	40	154	329	461
流动负债合计	3,072	2,451	3,510	4,536	5,134
长期借款	78	56	56	56	56
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	8	7	5	4
非流动负债合计	204	187	63	61	59
股东权益	2,154	2,398	2,899	3,356	3,884
股本	401	401	401	401	401
公积金	876	879	928	988	1,003
未分配利润	969	1,217	1,557	1,941	2,438
归属母公司权益	2,146	2,399	2,888	3,332	3,845
少数股东权益	8	-1	11	24	39

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	17.94%	18.60%	18.40%	18.35%	18.30%
管理费用率	5.12%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%
财务费用率	-0.42%	-0.37%	0.14%	0.24%	0.29%
研发费用率	0.43%	0.54%	0.55%	0.55%	0.56%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.21	0.25	0.38	0.46	0.54
每股经营现金流	1.03	0.26	2.20	0.86	2.11
每股净资产	5.35	5.98	7.20	8.31	9.59
每股销售收入	23.25	23.54	28.29	35.54	41.06

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	48	40	27	23	19
PB	6.3	5.6	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA	35.3	27.4	19.1	16.4	13.9
股息率	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

国投瑞银