

增持 (维持)

良品铺子 (603719)

Q1 盈利能力改善, Q2 开店有望加速

2023年5月8日

## 市场数据

日期	2023-5-5
收盘价(元)	33.19
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	401.00
净资产(百万元)	2,547.49
总资产(百万元)	4,682.89
每股净资产(元)	6.35

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn  
S0190522070009

## 投资要点

- **事件:**公司公告 2023 年一季报, 23Q1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 23.85/1.49/1.07 亿元, 同比-18.94%/+59.78%/+72.49%, 基本 EPS 为 0.37 元。
- **收入短期承压, 开店节奏有望加速。**23Q1 营收同比-18.94%, 实现销售额 26.61 亿元, 同比-18.74%: 1) 分模式来看, 电子商务/加盟/直营/团购销售额同比-32.42%/-2.87%/+7.09%/-30.49%, 电子商务下滑主要系年货节提前使得淘宝平台流量同比减少, 以及公司主动对线上平台策略调整所致, 团购销售额下降判断主要系流通业务关闭及春节提前使得大客户备货提前所致; 2) 分地区来看, 华中/华东/西南/华南/华北和西北/其他销售额同比-0.55%/-9.15%/+8.92%/+9.64%/+22.82%/-32.26%, 华东地区下降 9%判断与门店优化有关, 截止 23Q1 末, 门店数量达 3184 家(直营 1026 家, 加盟 2158 家), 较 22 年末净减 42 家(直营净增 28 家, 加盟净减 70 家), 门店减少主要系 Q1 侧重门店升级以及大店模型强化, 预计后续开店节奏加快, 23Q1 已签约待开业门店 81 家(直营 65 家, 加盟 16 家)。
- **运杂成本下降叠加产品结构优化, Q1 毛利率同比改善。**23Q1 毛利率为 29.16%, 同比+2.87pct, 主营业务毛利率 29.25%, 同比+3.00pct, 判断主要与运输仓储效率提升、产品结构优化、毛利率较高的直营销售占比提升 5.26pct 至 21.83%有关。电子商务/加盟/直营/团购毛利率为 26.24%/21.71%/46.48%/24.10%, 同比+4.23pct/-0.82pct/+1.21pct/-3.29pct, 电子商务毛利率提升判断与线上经营效率提升、运输费用下降有关, 根据测算运输费约占线上销售营业成本的 16%左右, 预计运费有所减少对毛利率产生正向贡献, 线上销售营业成本同比-36.09%可以侧面验证, 直营毛利率提升判断与产品结构优化有关, 预计毛利率较高的肉类零食占比有所提升, 团购毛利率下降预计主因低毛利率产品占比提升。
- **毛利率改善叠加费用投放收窄, 盈利能力同比改善。**23Q1 归母净利率 6.24%, 同比+3.07pct, 扣非归母净利率 4.49%, 同比+2.38pct, 毛利率提升及费用投入下降为盈利能力提升主因。23Q1 总费率为 22.45%, 同比-0.58pct, 销售/管理/研发/财务费率同比-1.28pct/+0.45pct/+0.11pct/+0.13pct, 销售费率下降判断主要系公司精细化改善品牌费用投入, 此外天猫、抖音等渠道的投流费用 ROI 提升, 此外, 其他收益同比+30.67%(政府补助同比+1200.88 万元)亦对盈利能力提升产生正向贡献。
- **盈利预测及投资建议:**我们预计 2023-2025 年公司收入为 111.23/128.38/145.47 亿元, 同比+17.8%/+15.4%/+13.3%, 归母净利润为 4.50/5.75/7.09 亿元, 同比+34.2%/+27.7%/+23.3%, 对应 2023 年 5 月 5 日收盘价, PE 为 30/23/19x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**新开店、老店升级进度及效果不及预期; 零食量贩持续的放量对良品中高端定位的门店造成分流冲击; 线上新平台的零食品牌竞争开始加剧; 上游原材料价格大幅上涨。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9440	11123	12838	14547
同比增长	1.2%	17.8%	15.4%	13.3%
归母净利润(百万元)	335	450	575	709
同比增长	19.2%	34.2%	27.7%	23.3%
毛利率	27.6%	29.0%	29.6%	30.0%
ROE	14.0%	16.4%	18.0%	19.0%
每股收益(元)	0.84	1.12	1.43	1.77
市盈率	40.0	29.8	23.4	19.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

**事件:** 公司公告 2023 年一季报, 23Q1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 23.85/1.49/1.07 亿元, 同比-18.94%/+59.78%/+72.49%, 基本 EPS 为 0.37 元。

**收入短期承压, 开店节奏有望加速。** 23Q1 营收同比-18.94%, 实现销售额 26.61 亿元, 同比-18.74%: 1) 分模式来看, 电子商务/加盟/直营/团购销售额同比-32.42%/-2.87%/+7.09%/-30.49%, 电子商务下滑主要系年货节提前使得淘宝平台流量同比减少, 以及公司主动对线上平台策略调整所致, 团购销售额下降判断主要系流通过业务关闭及春节提前使得大客户备货提前所致; 2) 分地区来看, 华中/华东/西南/华南/华北和西北/其他销售额同比 -0.55%/-9.15%/+8.92%/+9.64%/+22.82%/-32.26%, 华东地区下降 9%判断与门店优化有关, 截止 23Q1 末, 门店数量达 3184 家(直营 1026 家, 加盟 2158 家), 较 22 年末净减 42 家(直营净增 28 家, 加盟净减 70 家), 门店减少主要系 Q1 侧重门店升级以及大店模型强化, 预计后续开店节奏加快, 23Q1 已签约待开业门店 81 家(直营 65 家, 加盟 16 家)。

**运杂成本下降叠加产品结构优化, Q1 毛利率同比改善。** 23Q1 毛利率为 29.16%, 同比+2.87pct, 主营业务毛利率 29.25%, 同比+3.00pct, 判断主要与运输仓储效率提升、产品结构优化、毛利率较高的直营销售占比提升 5.26pct 至 21.83%有关。电子商务/加盟/直营/团购毛利率为 26.24%/21.71%/46.48%/24.10%, 同比+4.23pct/-0.82pct/+1.21pct/-3.29pct, 电子商务毛利率提升判断与线上经营效率提升、运输费用下降有关, 根据测算运输费约占线上销售营业成本的 16%左右, 预计运费有所减少对毛利率产生正向贡献, 线上销售营业成本同比-36.09%可以侧面验证, 直营毛利率提升判断与产品结构优化有关, 预计毛利率较高的肉类零食占比有所提升, 团购毛利率下降预计主因低毛利率产品占比提升。

**毛利率改善叠加费用投放收窄, 盈利能力同比改善。** 23Q1 归母净利率 6.24%, 同比+3.07pct, 扣非归母净利率 4.49%, 同比+2.38pct, 毛利率提升及费用投入下降为盈利能力提升主因。23Q1 总费率为 22.45%, 同比-0.58pct, 销售/管理/研发/财务费率同比-1.28pct/+0.45pct/+0.11pct/+0.13pct, 销售费率下降判断主要系公司精细化改善品牌费用投入, 此外天猫、抖音等渠道的投流费用 ROI 提升, 此外, 其他收益同比+30.67%(政府补助同比+1200.88 万元)亦对盈利能力提升产生正向贡献。

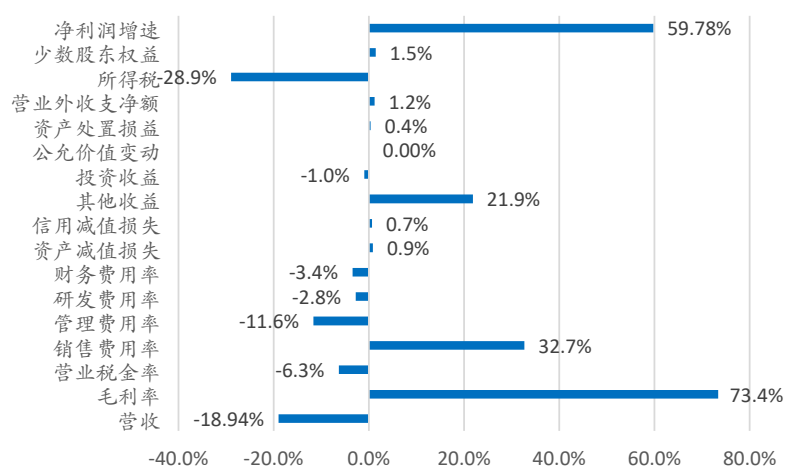
**大店拓展、老店升级, 叠加经营效率提升, 2023 年势能有望向上。** 2023 年公司计划新开 1000 家大店, 聚焦优势区域进行加密, 同时对 1000 家老店进行优化升级, 大店面积扩大提升消费体验, 进一步塑造高端零食品牌形象, 新增咖啡水饮、烘焙短保等引流型、便利组合性产品, 有望增加客流量和提高客单价; 此外, 公司试水零食量贩领域, 23 年零食顽家将在湖北地区新开 500 家, 借助双店模型(顽家开在良品边上)进一步优化良品店模型。同时, 公司将更加重视营销精准化, 费用投放效率有望提升。展望全年, 产品品类扩充和结构优化、线下门店的加速

展店升级，及营销效率的提升有望支撑全年收入的较快增长和盈利能力的改善。

**盈利预测及投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司收入为 111.23/128.38/145.47 亿元，同比+17.8%/+15.4%/+13.3%，归母净利润为 4.50/5.75/7.09 亿元，同比+34.2%/+27.7%/+23.3%，对应 2023 年 5 月 5 日收盘价，PE 为 30/23/19x，维持“增持”评级。

**风险提示：**新开大店、老店升级进度及效果不及预期；零食量贩持续的放量对良品中高端定位的门店造成分流冲击；线上新平台的零食品牌竞争开始加剧；上游原材料价格大幅上涨。

图 1、2023Q1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3563	4359	5139	6001
货币资金	1354	2204	2627	3203
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	735	781	936	1060
预付款项	303	0	0	0
存货	916	1108	1287	1429
其他	254	266	288	308
<b>非流动资产</b>	1473	1332	1219	1100
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	559	507	455	402
在建工程	95	95	95	95
无形资产	134	118	99	82
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	74	27	-22	-72
其他	582	557	563	564
<b>资产总计</b>	5036	5691	6357	7101
<b>流动负债</b>	2451	2742	2951	3143
短期借款	80	57	57	61
应付票据及应付账款	1093	1,477.5	1,667.0	1,846.0
其他	1278	1208	1227	1237
<b>非流动负债</b>	187	199	214	228
长期借款	56	70	85	98
其他	131	129	129	129
<b>负债合计</b>	2638	2941	3165	3371
股本	401	401	401	401
资本公积	803	803	803	803
未分配利润	1217	1561	1994	2522
少数股东权益	-1	2	5	8
<b>股东权益合计</b>	2398	2749	3192	3730
<b>负债及权益合计</b>	5036	5691	6357	7101

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	335	450	575	709
折旧和摊销	121	116	116	116
资产减值准备	28	-1	2	2
资产处置损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	18	-10	-18	-23
投资损失	-2	-2	-2	-2
少数股东损益	-1	3	4	3
营运资金的变动	-661	489	-108	-58
<b>经营活动产生现金流量</b>	103	1038	568	744
<b>投资活动产生现金流量</b>	-145	-42	-41	-42
<b>融资活动产生现金流量</b>	-330	-146	-104	-125
现金净变动	-372	850	423	576
现金的期初余额	1675	1354	2204	2627
现金的期末余额	1303	2204	2627	3203

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9440	11123	12838	14547
营业成本	6837	7901	9034	10185
税金及附加	50	67	77	87
销售费用	1756	2035	2349	2633
管理费用	480	565	652	739
研发费用	51	55	66	74
财务费用	-35	-10	-18	-23
其他收益	163	102	102	102
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-3	-3	-3
资产减值损失	-28	-10	-11	-12
资产处置收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	436	603	770	944
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	437	604	771	946
所得税	103	151	193	234
净利润	334	453	578	711
少数股东损益	-1	3	4	3
<b>归属母公司净利润</b>	335	450	575	709
<b>EPS(元)</b>	0.84	1.12	1.43	1.77

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	1.2%	17.8%	15.4%	13.3%
营业利润增长率	16.1%	38.1%	27.7%	22.7%
归母净利润增长率	19.2%	34.2%	27.7%	23.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.6%	29.0%	29.6%	30.0%
归母净利率	3.6%	4.0%	4.5%	4.9%
ROE	14.0%	16.4%	18.0%	19.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.4%	51.7%	49.8%	47.5%
流动比率	1.45	1.59	1.74	1.91
速动比率	1.08	1.19	1.31	1.45
<b>营运能力</b>				
资产周转率	180.4%	207.4%	213.1%	216.2%
应收帐款周转率	1337.2%	1453.4%	1480.6%	1443.7%
存货周转率	665.7%	778.1%	752.6%	748.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.84	1.12	1.43	1.77
每股经营现金	0.26	2.59	1.42	1.85
每股净资产	5.98	6.85	7.95	9.28
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	40.0	29.8	23.4	19.0
PB	5.6	4.9	4.2	3.6

## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn