

## 渠道加速转型升级，盈利能力明显提升

2023 年 05 月 06 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年一季报，23Q1 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+72.50%。

➤ **23Q1 线上收入承压，门店结构持续调整。**23Q1 收入同比-18.94%，其中电商渠道收入 12.1 亿元，同比-32.4%，主要系线上淘宝等平台流量下滑、公司调整社交渠道策略；团购业务收入 1.2 亿元，23Q1 春节错期，大客户备货提前叠加公司关闭流通渠道团购业务，团购渠道同比-30.5%。直营/加盟分别实现收入 5.8/7.6 亿元，3 月末直营/加盟门店数分别为 1026/2158 家，分别净增 28/-70 家，直营渠道持续拓店带动营收同比+7.1%；加盟渠道持续打磨大店转型升级，23Q1 营收同比-2.9%。

➤ **降本增效、费用精细化投放推动盈利能力提升。**23Q1 实现毛利率 29.16%，同比+2.86pcts，主要系：1) 产品结构调整；2) 经营效率改善；3) 物流运输板块效率提升，仓储运输费率下降。其中电商/加盟/直营/团购毛利率分别变动+4.23/-0.82/+1.12/-3.29pcts 至 26.24%/21.71%/46.48%/24.10%。费用端，销售费用率 17.0%，同比-1.3pcts，线上精准营销，整体营销 ROI 同比提升；管理费用率 5.1%，同比+0.5pcts；23Q1 实现净利率 6.2%，同比+3.0pcts，降本增效、费用精细化推动公司盈利能力提升。

➤ **23 年门店拓店&升级积极，营收有望快速恢复。**23 年公司积极拓店并调整门店结构，2023Q1 已签约待开业门店共 81 家，直营/加盟分别 65/16 家，线下门店转型及单店客流恢复下，店效有望逐步提升。线上渠道聚焦私域运营，传统平台调整策略，提高费效，展望 23 年在拓展新店、升级老店下营收有望快速增长。

➤ **投资建议：**2023 年公司继续推动线上线下全渠道布局发展，紧贴用户需求，整合公司在产品研发和供应的资源，以门店作为增长的动力源、品牌形象及用户体验的主阵地，以电商渠道为销售服务功能的延伸，以团购渠道作为高端零食的传播阵地，快速布局拓展新兴渠道，升级线下门店，提升购物体验。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 115/138/160 亿元，同比增长 21.8%/20.2%/15.9%，归母净利润分别为 4.6/5.9/7.6 亿元，同比增长 35.6%/28.9%/29.0%，当前股价对应 PE 分别为 29/23/18，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**门店拓展不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧，食品安全风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9440	11501	13824	16022
增长率 (%)	1.2	21.8	20.2	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	335	455	586	756
增长率 (%)	19.2	35.6	28.9	29.0
每股收益 (元)	0.84	1.13	1.46	1.89
PE	40	29	23	18
PB	5.5	4.8	4.2	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 33.19 元



**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

### 相关研究

- 良品铺子 (603719.SH) 2022 年年报点评：全渠道多品类发展，23 年势能向上-2023/03/27
- 良品铺子 (603719.SH) 2021 年年报点评：全年业绩稳健增长，全渠道布局均衡发展-2022/03/22
- 【民生食品饮料】良品铺子 (603719.SH) 2021 年三季报点评：全渠道均衡发展，支撑整体业绩改善-2021/10/22
- 良品铺子 (603719.SH) 2021 年半年报点评：全渠道布局支撑业绩稳健增长，全年业绩改善可期-2021/08/18

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9440	11501	13824	16022
营业成本	6837	8287	9849	11322
营业税金及附加	50	72	62	72
销售费用	1756	2128	2627	3044
管理费用	480	610	719	833
研发费用	51	58	69	80
EBIT	397	539	730	939
财务费用	-35	-57	-41	-57
资产减值损失	-28	-1	-1	-2
投资收益	2	12	14	16
营业利润	436	608	784	1012
营业外收支	1	1	2	2
利润总额	437	609	786	1014
所得税	103	152	196	253
净利润	334	457	589	760
归属于母公司净利润	335	455	586	756
EBITDA	794	1213	1376	1618

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1354	1035	1374	1707
应收账款及票据	735	1100	1322	1532
预付款项	303	414	492	566
存货	916	1247	1483	1859
其他流动资产	254	387	415	442
流动资产合计	3563	4183	5086	6106
长期股权投资	28	54	67	84
固定资产	559	600	637	638
无形资产	134	144	153	162
非流动资产合计	1473	1481	1542	1546
资产合计	5036	5665	6628	7651
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	1093	1294	1538	1768
其他流动负债	1278	1360	1597	1803
流动负债合计	2451	2734	3215	3651
长期借款	56	69	83	97
其他长期负债	131	108	123	113
非流动负债合计	187	177	206	210
负债合计	2638	2911	3421	3860
股本	401	401	401	401
少数股东权益	-1	1	4	8
股东权益合计	2398	2754	3207	3791
负债和股东权益合计	5036	5665	6628	7651

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.24	21.84	20.20	15.90
EBIT 增长率	19.41	35.92	35.25	28.66
净利润增长率	19.16	35.65	28.86	29.00
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	27.57	27.95	28.76	29.34
净利润率	3.55	3.96	4.24	4.72
总资产收益率 ROA	6.66	8.03	8.85	9.89
净资产收益率 ROE	13.99	16.53	18.31	19.99
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.45	1.53	1.58	1.67
速动比率	0.90	0.83	0.89	0.94
现金比率	0.55	0.38	0.43	0.47
资产负债率 (%)	52.38	51.38	51.62	50.45
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	28.41	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	48.93	55.00	55.00	60.00
总资产周转率	1.80	2.15	2.25	2.24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.84	1.13	1.46	1.89
每股净资产	5.98	6.87	7.99	9.44
每股经营现金流	0.26	1.21	2.84	2.94
每股股利	0.25	0.34	0.44	0.57
<b>估值分析</b>				
PE	40	29	23	18
PB	5.5	4.8	4.2	3.5
EV/EBITDA	15.64	10.49	9.02	7.47
股息收益率 (%)	0.76	1.03	1.32	1.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	334	457	589	760
折旧和摊销	397	673	647	679
营运资金变动	-641	-663	-96	-258
经营活动现金流	103	487	1140	1179
资本开支	-160	-139	-191	-179
投资	-27	-14	0	0
投资活动现金流	-145	-193	-190	-179
股权募资	0	0	0	0
债务募资	50	-2	21	14
筹资活动现金流	-330	-613	-611	-668
现金净流量	-372	-319	339	332

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026