

良品铺子 (603719.SH)

增持 (维持)

盈利能力提升, 布局零食集合店新业态

消费品/商业

当前股价: 33.5 元

公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营收 23.8 亿/-18.9%, 归母净利润 1.5 亿/+59.8%, 扣非归母净利润为 1.1 亿/+72.5%。公司聚焦核心品类研发, 精细化运营, 持续深入全渠道业务布局, 新兴渠道不断拓展, 推动业务规模持续、稳步增长。零食集合店快速崛起趋势下, 公司积极探索布局, 有望成功打造第二增长曲线。维持“增持”评级。

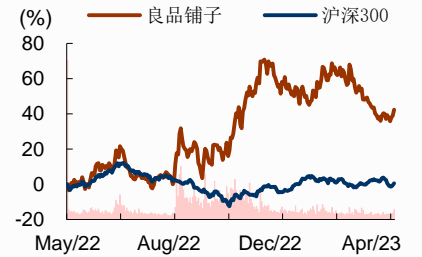
基础数据

总股本 (万股)	40100
已上市流通股 (万股)	40100
总市值 (亿元)	134
流通市值 (亿元)	134
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	15.4
资产负债率	45.6%
主要股东	宁波汉意创业投资合伙企业
主要股东持股比例	37.3%

□ 一季度收入有所下滑, 利润端明显改善。公司 2023Q1 实现营收 23.8 亿/-18.9%, 归母净利润 1.5 亿/+59.8%, 扣非归母净利润为 1.1 亿/+72.5%。分渠道看, 23Q1 电子商务/加盟/直营零售/团购业务营收为 12.1/7.6/5.8/1.2 亿, 同比分别 -32.4%/-2.9%/+7.1%/-30.5%。其中, 团购业务下滑主要因公司主动策略调整, 以及大客户备货提前到去年年末等导致, 电商业务下滑主要因线上平台去年年货节提前, 以及公司淘宝平台流量下滑等导致。分地区看, 华中/华东/西南/华南/华北和西北地区营收分别为 6.7/2.3/2.2/1.5/0.6 亿, 同比 -0.6%/-9.2%/+8.9%/+9.6%/+22.8%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	15	45
相对表现	-5	1	43



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 毛利率提升, 盈利能力增强。2023 一季度公司毛利率为 29.2%/+2.9pct, 毛利率提升主要因产品结构的调整, 经营效率的改善及整体运输费用下降。期间费用率为 21.9%/-0.7pct, 销售费用率为 17.0%/-1.3pct, 管理费用率为 5.1%/+0.5pct, 财务费用率为 -0.2%/+0.1pct, 净利率为 6.2%/+3.0pct。其中, 销售费用率明显降低, 主要因公司投放策略有所调整, 注重投流 ROI 提升。

□ 积极布局零食集合店新业态, 有望打造第二增长曲线。截至 23Q1, 公司总门店数为 3184 家, 期间净减少门店数为 42 家 (新开 80 家, 闭店 122 家, 23Q1 闭店主要因小店改造升级为小店所导致的短期闭店); 其中加盟店净减少 70 家, 直营门店净增 28 家。此外, 公司新业态零食顽家当前已开门店 15 家, 全年计划开出 500 家。零食集合店业态崛起趋势下, 公司通过内部孵化零食顽家及投资赵一鸣零食同时进行布局, 有望把握零食集合店赛道成长机遇。

相关报告

- 《良品铺子 (603719) —Q4 经营受疫情影响, 期待 2023 年加速拓展》2023-03-26
- 《良品铺子 (603719) 一线下及团购业务较快增长, 持续深入全渠道布局》2022-11-03
- 《良品铺子 (603719) —营收增长稳健, 渠道拓展加速》2022-08-29

□ 投资建议: 公司聚焦核心品类研发, 精细化运营, 持续深入全渠道业务布局, 新兴渠道不断拓展, 推动业务规模持续、稳步增长。零食集合店快速崛起趋势下, 公司积极探索布局, 有望打造第二增长曲线。预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 4.6/5.6/6.6 亿, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 疫情反复, 行业竞争加剧, 线上增速放缓, 食品安全风险

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9324	9440	11611	13526	15555
同比增长	18%	1%	23%	17%	15%
营业利润(百万元)	376	436	594	729	863
同比增长	-22%	16%	36%	23%	18%
归母净利润(百万元)	282	335	456	560	662
同比增长	-18%	19%	36%	23%	18%
每股收益(元)	0.70	0.84	1.14	1.40	1.65
PE	47.7	40.0	29.5	24.0	20.3
PB	6.3	5.6	4.7	3.9	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 研究助理

panweiqian@cmschina.com.cn

李星馨 研究助理

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4044	3563	4106	4991	5987
现金	1747	1354	1430	1883	2421
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	660	735	880	1025	1179
其它应收款	110	110	136	158	182
存货	1132	916	1112	1289	1476
其他	395	447	548	636	729
非流动资产	1386	1473	1414	1362	1318
长期股权投资	3	28	28	28	28
固定资产	593	559	528	500	475
无形资产商誉	143	134	121	109	99
其他	647	751	736	724	716
资产总计	5430	5036	5520	6353	7305
流动负债	3072	2451	2481	2756	3049
短期借款	30	80	0	0	1
应付账款	1546	1093	1338	1550	1776
预收账款	249	285	349	404	463
其他	1246	994	794	801	810
长期负债	204	187	187	187	187
长期借款	78	56	56	56	56
其他	126	131	131	131	131
负债合计	3276	2638	2667	2943	3236
股本	401	401	401	401	401
资本公积金	703	703	703	703	703
留存收益	1042	1295	1751	2311	2971
少数股东权益	8	(1)	(2)	(4)	(6)
归属于母公司所有者权益	2146	2399	2855	3415	4075
负债及权益合计	5430	5036	5520	6353	7305

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	412	103	219	297	380
净利润	282	335	456	560	662
折旧摊销	105	121	81	74	67
财务费用	15	18	1	(10)	(13)
投资收益	(2)	(2)	(167)	(167)	(167)
营运资金变动	50	(333)	(155)	(162)	(172)
其它	(37)	(36)	3	3	3
投资活动现金流	(249)	(145)	146	146	144
资本支出	(271)	(161)	(21)	(21)	(22)
其他投资	22	17	167	167	166
筹资活动现金流	(402)	(330)	(290)	10	13
借款变动	(357)	(285)	(289)	0	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(100)	0	0	0	0
股利分配	(103)	(85)	0	0	(1)
其他	157	39	(1)	10	13
现金净增加额	(240)	(372)	76	453	538

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9324	9440	11611	13526	15555
营业成本	6828	6837	8371	9698	11107
营业税金及附加	65	50	61	72	82
营业费用	1672	1756	2142	2496	2870
管理费用	477	480	546	636	731
研发费用	40	51	62	72	83
财务费用	(39)	(35)	1	(10)	(13)
资产减值损失	(3)	(32)	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	94	163	163	163	163
投资收益	4	4	4	4	4
营业利润	376	436	594	729	863
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	379	437	595	731	864
所得税	96	103	140	173	204
少数股东损益	1	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	282	335	456	560	662

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	18%	1%	23%	17%	15%
营业利润	-22%	16%	36%	23%	18%
归母净利润	-18%	19%	36%	23%	18%
获利能力					
毛利率	26.8%	27.6%	27.9%	28.3%	28.6%
净利率	3.0%	3.6%	3.9%	4.1%	4.3%
ROE	13.1%	14.0%	16.0%	16.4%	16.2%
ROIC	10.3%	11.2%	15.6%	15.8%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	52.4%	48.3%	46.3%	44.3%
净负债比率	5.2%	6.8%	1.0%	0.9%	0.8%
流动比率	1.3	1.5	1.7	1.8	2.0
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1
存货周转率	7.8	6.7	8.3	8.1	8.0
应收账款周转率	18.3	13.5	14.4	14.2	14.1
应付账款周转率	5.2	5.2	6.9	6.7	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.70	0.84	1.14	1.40	1.65
每股经营净现金	1.03	0.26	0.55	0.74	0.95
每股净资产	5.35	5.98	7.12	8.52	10.16
每股股利	0.21	0.00	0.00	0.00	1.00
估值比率					
PE	47.7	40.0	29.5	24.0	20.3
PB	6.3	5.6	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	42.0	35.3	23.8	20.3	17.5

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。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源、OTA等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。