

公司研究

线上渠道表现亮眼，Q4 有望加快拓店

——良品铺子（603719.SH）2021 年三季报点评

要点

事件：公司 2021 年前三季度实现收入 65.69 亿元，同比增长 18.78%，归母净利润 3.15 亿元，同比增加 19.57%，扣非归母净利润 2.44 亿元，同比增加 13.05%。Q3 单季收入 21.48 亿元，同比增长 11.89%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 20.01%，扣非归母净利润 0.89 亿元，同比增加 11.96%。21 年前三季度线上/线下渠道收入占比为 51.23%/48.77%，收入同比增长 19.08%/16.92%。

平台电商延续增长态势，社交电商快速成长。1) **传统平台电商：**公司采取调优货品结构、精细化运营、精准营销提效等举措，平台电商延续良好增长态势，天猫旗舰店 9 月以来实现同比正增长，三季度整体购买用户数环比 Q2 增加 40%+，较去年同期增加 16.4%。京东自营继续高速增长，京东旗舰店三季度销售额位居零售行业第一名。2) **新兴渠道：**公司积极拥抱新兴平台，社交电商渠道表现较优。公司与抖音 818 电商晚会等资源合作，并签约行业头部达人带货，助力抖音销售规模快速增长，三季度抖音支付 GMV 位居抖音食品行业第一位，社群电商也取得较好突破。Q3 电商业务含税销售额 12.04 亿，同比增长 18.53%。

Q3 线下渠道门店调整，Q4 展店有望加速。截至 9 月底公司门店总数 2770 家，三季度净增门店 43 家，其中加盟店/直营店分别净增 8/35 家。新开门店 193 家，主要集中在华中、华东、西南区域，闭店数量 150 家，主要因公司在华东等区域对部分老化、流量下降的门店主动进行调整。Q3 加盟/直营零售/团购业务含税销售额分别为 7.00/3.88/0.82 亿元，同比+1.72%/-1.25%/+203.87%，线下增长放缓主要因门店调整。伴随门店优化到位，Q4 拓店速度有望加快，叠加四季度为休闲食品消费旺季，公司积极备战年货节等活动，Q4 收入增长有望提速。

还原口径下毛利率相对稳定，净利率稳步提升。1) 21 年前三季度毛利率 29.51%，同比下降约 2pct，主要因 Q3 运输费用调整至营业成本（Q3 毛利率 24.58%，同比下降 8.76pct），若剔除运费影响，估计毛利率同比小幅提升。2) 21Q3 销售费用率 13.14%，同比下降 4.09pct，估计主要与运输费用调整有关，还原后估计销售费用率基本持平，管理费用率 5.22%，同比下降 0.98pct。3) 21Q3 销售净利率 5.78%，同比提升 0.49pct，利润率继续稳步提升。

盈利预测、估值与评级：考虑公司前三季度门店调整、拓店速度有所放缓，下调 2021 年净利润预测为 4.25 亿（较前次预测-6.54%），维持 2022-23 年净利润预测为 5.30/6.13 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.32/1.53 元，当前股价对应 P/E 为 34/28/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情形势恶化，原材料成本波动，细分品牌增长不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,715	7,894	9,345	10,942	12,627
营业收入增长率	20.97%	2.32%	18.39%	17.09%	15.39%
净利润（百万元）	340	344	425	530	613
净利润增长率	42.68%	0.95%	23.77%	24.60%	15.67%
EPS（元）	0.95	0.86	1.06	1.32	1.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.04%	16.50%	17.68%	18.75%	18.56%
P/E	39	43	34	28	24
P/B	9.3	7.0	6.1	5.2	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-21

注：2019 年末总股本为 3.60 亿股，2020 年因 IPO 致总股本增加至 4.01 亿股

买入（维持）

当前价：36.56 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

联系人：李嘉祺

lijq@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):	146.61
一年最低/最高(元):	31.30/68.43
近 3 月换手率:	36.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.72	7.59	-46.40
绝对	10.92	3.39	-43.25

资料来源：Wind

相关研报

线上线下均衡发展，下半年展店有望提速——良品铺子（603719.SH）2021 年半年报点评（2021-08-18）

21Q1 业绩持续复苏，净利率仍有提升空间——良品铺子（603719.SH）2021 年一季报点评（2021-04-23）

全渠道协同效应凸显，逐渐走出疫情影响——良品铺子（603719.SH）2020 年年报点评（2021-03-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,715	7,894	9,345	10,942	12,627
营业成本	5,256	5,489	6,432	7,520	8,676
折旧和摊销	65	54	36	43	54
税金及附加	42	50	59	69	79
销售费用	1,581	1,570	1,884	2,178	2,498
管理费用	411	377	455	531	611
研发费用	27	34	37	44	51
财务费用	-10	-24	-7	-8	-8
投资收益	20	14	20	20	20
营业利润	471	484	583	721	846
利润总额	473	483	583	724	837
所得税	124	139	146	181	209
净利润	349	344	437	543	628
少数股东损益	9	1	12	13	15
归属母公司净利润	340	344	425	530	613
EPS(元)	0.95	0.86	1.06	1.32	1.53

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	342	330	310	644	614
净利润	340	344	425	530	613
折旧摊销	65	54	36	43	54
净营运资金增加	116	239	453	100	235
其他	-179	-306	-604	-29	-287
投资活动产生现金流	153	-196	-130	-185	-180
净资本支出	-126	-150	-150	-180	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	279	-46	20	-5	20
融资活动现金流	-7	372	-135	-101	-128
股本变化	0	41	0	0	0
债务净变化	0	40	-40	0	0
无息负债变化	303	-308	-131	412	302
净现金流	488	507	46	358	307

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.9%	30.5%	31.2%	31.3%	31.3%
EBITDA 率	7.4%	6.8%	6.4%	6.8%	6.9%
EBIT 率	6.0%	5.6%	6.0%	6.4%	6.5%
税前净利润率	6.1%	6.1%	6.2%	6.6%	6.6%
归母净利润率	4.4%	4.4%	4.6%	4.8%	4.9%
ROA	9.1%	8.2%	10.1%	10.5%	10.5%
ROE (摊薄)	24.0%	16.5%	17.7%	18.8%	18.6%
经营性 ROIC	23.1%	18.3%	18.6%	19.8%	19.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	62%	50%	44%	45%	44%
流动比率	1.28	1.61	1.79	1.71	1.71
速动比率	0.87	1.31	1.42	1.36	1.36
归母权益/有息债务	-	52.06	-	-	-
有形资产/有息债务	-	97.24	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,832	4,184	4,347	5,193	5,987
货币资金	1,524	1,980	2,026	2,384	2,690
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	259	360	280	328	378
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	62	78	92	108	125
存货	971	618	711	817	925
其他流动资产	72	196	196	196	196
流动资产合计	3,015	3,367	3,443	3,993	4,500
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	451	491	600	732
在建工程	9	40	102	114	102
无形资产	164	141	139	136	133
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	12	12	12	12
非流动资产合计	817	817	904	1,200	1,488
总负债	2,367	2,098	1,928	2,340	2,642
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	911	670	798	948	1,111
应付票据	579	424	510	611	722
预收账款	151	0	1	3	4
其他流动负债	0	19	19	19	19
流动负债合计	2,359	2,091	1,918	2,331	2,633
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	7	7	7	7
非流动负债合计	8	8	9	9	9
股东权益	1,465	2,085	2,420	2,853	3,345
股本	360	401	401	401	401
公积金	431	831	874	927	988
未分配利润	624	850	1,130	1,497	1,913
归属母公司权益	1,416	2,083	2,405	2,825	3,303
少数股东权益	50	3	15	28	43

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.50%	19.89%	20.16%	19.90%	19.78%
管理费用率	5.33%	4.77%	4.87%	4.85%	4.84%
财务费用率	-0.13%	-0.31%	-0.07%	-0.07%	-0.06%
研发费用率	0.35%	0.43%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税率	26%	29%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.26	0.26	0.27	0.34	0.39
每股经营现金流	0.95	0.82	0.77	1.61	1.53
每股净资产	3.93	5.19	6.00	7.05	8.24
每股销售收入	21.43	19.69	23.31	27.29	31.49

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	39	43	34	28	24
PB	9.3	7.0	6.1	5.2	4.4
EV/EBITDA	25.1	28.8	24.4	19.6	16.6
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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所载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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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