

002847.SZ
买入

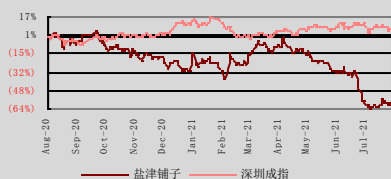
原评级: 买入

市场价格: 人民币 55.09

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 盐津铺子半年报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(51.4)	(12.3)	(55.6)	(59.1)
相对深证成指	(47.5)	(7.2)	(53.7)	(66.1)

发行股数(百万)	129
流通股(%)	87
总市值(人民币 百万)	7,126
3个月日均交易额(人民币 百万)	195
净负债比率(%) (2021E)	36
主要股东(%)	
湖南盐津铺子控股有限公司	37

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年8月20日收市价为标准

相关研究报告

《盐津铺子: 瞄准低市占率赛道, 多品类布局, 强渠道获取竞争优势》20210517

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

盐津铺子

转型期费用投入过多, 2Q21 出现亏损, 下半年重点关注改革效果

公司披露 2021 年半年报。1H21 公司实现营收 10.6 亿元, 同比+12.5%; 实现归母净利 0.49 亿元, 同比-62.6%。2Q21 单季度实现营收 4.7 亿元, 同比-1.9%, 归母净利亏损 0.33 亿元, 同比-145.9%, 2 季度利润不及预期。

支撑评级的要点

- **渠道流量分流+成本提升+费用投入增加, 2Q21 利润不及预期。**1H21 公司归母净利同比-62.6%, 2Q21 亏损 0.33 亿元, 成为上市以来首个亏损的单季度。我们结合公司业绩预告与半年报披露情况判断, 1H21 业绩表现不及预期主要原因如下: (1) 去年疫情期间, 商超渠道需求旺盛叠加渠道补库存, 导致业绩基数较高。2Q21 社区团购等新零售渠道对传统商超渠道冲击较大, 商超客流下滑导致公司在商超渠道销售业绩不及预期。(2) 2021 年 3 月以来, 大豆油、棕榈油、奶粉等部分原材料价格上涨幅度较大, 导致生产成本上升。(3) 31℃ 鲜鳕鱼肠、蟹柳等深海零食系列新品处于孵化期, 规模效应尚未显现, 成本较高。(4) 去年高基数导致公司今年规划目标较高, 在商超渠道的费用投放过多, 但效果未达预期。(5) 新品研发费用大幅增加、股权激励计划股份支付费用计提等因素叠加, 挤压利润空间。

- **主营产品收入增速放缓, 费用投入先行, 新品期待放量。**(1) 1H21 公司收入前三的品类分别为休闲烘焙点心类、休闲深海零食和休闲肉鱼产品, 收入增速分别为 18.4%、17.3%和 7.2%, 增速同比放缓。(2) 1H21 公司推出果蔬海鱼棒、手撕蟹柳、深海鳕鱼肠、炸炸肠、一根脆骨肠、深海鱼豆腐等新品, 新品研发和市场推广费用投入相应增加, 其中销售费用同比+37.9%, 销售费用率同比+5.1pct, 研发费用同比+184.2%。公司新品仍处在培育推广阶段, 相关费用先行体现在报表中, 期待后期新品放量, 促进盈利能力提升。

- **未来展望: 转型期经历短期阵痛, 渠道和产品结构性优化有望带来改善。**短期来看, 公司受到渠道流量分流以及调整转型的影响, 业绩增长承压。面对渠道变革, 1H21 公司主动进行业务转型调整, 一是调整商超中岛的投放方向和级次, 加速渠道下沉; 二是聚焦核心品类(细分市场有体量、有成长空间、未形成垄断、公司有优势); 三是加大研发力度, 散装称量产品协同定量装产品发展, 用不同产品组合覆盖全渠道。我们认为公司线下渠道基础扎实、管理团队能力较强、拥有产品研发优势, 仍处在上升发展阶段, 下半年重点关注改革效果。

估值

- 我们调整此前盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.65、2.74、3.84 元, 同比-11.9%、+66.4%、+40.1%。我们仍然看好公司的长期发展空间, 短期则关注新品推广和渠道拓展情况, 考虑到公司估值经历调整后已回归合理区间, 我们维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 新品推广不及预期, 原材料成本波动, 改革不及预期, 食品安全问题。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,399	1,959	2,324	2,911	3,592
变动(%)	26.3	40.0	18.6	25.3	23.4
净利润(人民币 百万)	128	242	213	354	496
全面摊薄每股收益(人民币)	0.99	1.869	1.65	2.74	3.84
变动(%)	81.6	88.8	(11.9)	66.4	40.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.68	3.69	5.08
调整幅度(%)			(38.5)	(25.8)	(24.4)
全面摊薄市盈率(倍)	55.7	29.5	33.5	20.1	14.4
价格/每股现金流量(倍)	38.6	20.9	15.5	19.3	10.0
每股现金流量(人民币)	1.43	2.63	3.54	2.85	5.51
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.6	23.9	24.5	15.6	11.5
每股股息(人民币)	0.19	0.50	0.44	0.73	1.02
股息率(%)	0.3	0.9	0.8	1.3	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 盐津铺子 2021 年半年报数据

(人民币, 百万)	2Q20	2Q21	同比 (%)	1H20	1H21	同比 (%)
营业收入	481	472	(1.9)	945	1,064	12.5
营业成本	274	302	10.2	550	633	15.0
毛利率(%)	43.1	36.1	(7.0) pct	41.8	40.5	(1.3) pct
毛利	207	170	(17.8)	395	431	9.1
税金及附加	3	4	39.5	7	9	19.8
销售费用	110	166	51.0	215	296	37.9
管理费用	23	29	28.2	44	56	28.9
研发费用	7	15	100.1	11	32	184.2
财务费用	1	6	331.4	5	10	106.6
资产减值损失	(0)	(1)	-	(0)	(1)	-
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	-	0	0	-
营业利润	81	(27)	(133.2)	146	66	(54.9)
营业利润率(%)	16.9	(5.7)	(22.6) pct	15.4	6.2	(9.3) pct
营业外收入	0	0	1,989.8	0	0	318.7
营业外支出	0	1	369.3	2	1	(55.1)
利润总额	81	(27)	(133.8)	144	65	(54.7)
所得税	8	4	(47.7)	13	13	(5.2)
所得税率(%)	10	-15	(25.1) pct	9	19	10.3 pct
少数股东权益	0	2	644.4	0	4	828.6
归属于母公司净利润	73	(33)	(145.9)	130	49	(62.6)
净利率(%)	15.1	(7.1)	(22.2) pct	13.7	4.6	(9.2) pct
EPS(元/股)	0.56	(0.26)	(145.9)	1.00	0.38	(62.6)

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,399	1,959	2,324	2,911	3,592
销售成本	799	1,100	1,338	1,638	1,981
经营费用	349	412	595	568	607
息税折旧前利润	188	319	311	490	661
折旧及摊销	62	96	116	137	159
经营利润(息税前利润)	125	223	196	353	502
净利息收入/(费用)	1	2	0	0	0
其他收益/(损失)	(8)	(5)	(3)	(1)	1
税前利润	139	274	234	390	546
所得税	11	32	21	35	49
少数股东权益	(0)	0	0	1	1
净利润	128	242	213	354	496
核心净利润	128	242	213	354	496
每股收益(人民币)	0.990	1.869	1.646	2.739	3.836
核心每股收益(人民币)	0.990	1.869	1.646	2.739	3.836
每股股息(人民币)	0.192	0.496	0.437	0.726	1.017
收入增长(%)	26	40	19	25	23
息税前利润增长(%)	139	78	(12)	80	42
息税折旧前利润增长(%)	108	70	(2)	57	35
每股收益增长(%)	82	89	(12)	66	40
核心每股收益增长(%)	82	89	(12)	66	40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	139	274	234	390	546
折旧与摊销	62	96	116	137	159
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	21	(114)	125	(124)	59
税金	(21)	(31)	(21)	(35)	(49)
其他经营现金流	20	47	4	(0)	(1)
经营活动产生的现金流	184	341	458	368	713
购买固定资产净值	(352)	(358)	(376)	(395)	(415)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	22	321	(11)	(12)	(13)
投资活动产生的现金流	(342)	(348)	(387)	(407)	(428)
净增权益	68	34	29	29	30
净增债务	133	282	47	52	57
支付股息	(40)	(77)	(64)	(56)	(94)
其他融资现金流	(4)	(163)	10	10	11
融资活动产生的现金流	158	76	22	35	4
现金变动	21	58	93	(3)	289
期初现金	101	122	180	274	270
公司自由现金流	(225)	(147)	11	(117)	179
权益自由现金流	(72)	103	50	(75)	232

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	122	180	274	270	559
应收帐款	156	156	213	266	312
库存	292	352	445	533	641
其他流动资产	91	100	120	130	161
流动资产总计	660	788	1,052	1,199	1,673
固定资产	748	971	1,295	1,545	1,792
无形资产	138	157	93	101	110
其他长期资产	113	105	116	127	140
长期资产总计	1,000	1,233	1,504	1,773	2,042
总资产	1,660	2,021	2,556	2,973	3,716
应付帐款	513	461	761	788	1,030
短期债务	348	472	520	572	629
其他流动负债	0	77	77	77	77
流动负债总计	862	1,010	1,357	1,436	1,735
长期借款	0	130	130	130	130
其他长期负债	19	16	17	17	18
股本	128	129	129	129	129
储备	645	730	916	1,253	1,695
股东权益	773	859	1,045	1,382	1,824
少数股东权益	6	6	7	7	8
总负债及权益	1,660	2,021	2,556	2,973	3,716
每股帐面价值(人民币)	5.98	6.64	8.08	10.68	14.10
每股有形资产(人民币)	8.98	11.60	9.73	10.81	14.27
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.4	16.3	13.4	16.8	18.4
息税前利润率(%)	9.0	11.4	8.4	12.1	14.0
税前利润率(%)	9.9	14.0	10.1	13.4	15.2
净利率(%)	9.2	12.3	9.2	12.2	13.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0
利息覆盖率(倍)	14.0	53.8	27.6	37.9	110.4
净权益负债率(%)	-	-	-	-	-
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率(倍)	55.7	29.5	33.5	20.1	14.4
核心业务市盈率(倍)	70.4	37.6	43.5	23.3	15.9
市净率(倍)	9.2	8.3	6.8	5.2	3.9
价格/现金流(倍)	38.6	20.9	15.5	19.3	10.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.6	23.9	24.5	15.6	11.5
周转率					
存货周转天数	109.9	105.2	107.2	107.5	106.7
应收帐款周转天数	31.5	28.7	28.6	29.6	29.0
应付帐款周转天数	99.9	76.5	88.2	88.2	84.3
回报率					
股息支付率(%)	19.4	26.5	26.5	26.5	26.5
净资产收益率(%)	18.1	29.6	22.4	29.2	31.0
资产收益率(%)	9.1	13.1	9.3	12.8	14.8
已运用资本收益率(%)	8.0	12.0	9.7	12.9	16.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371