

渠道变革业绩短期承压，公司奋力转型，看好长期投资价值

——盐津铺子半年报解读

事件：1) 公司发布 21 年半年报，21H1 实现营收 10.64 亿元/+12.54%，归母净利润 0.49 亿元/-62.59%，扣非归母净利润 0.18 亿元/-81.85%。2) 单 Q2 实现营收 4.72 亿元/-1.86%，归母净利润-0.33 亿元/-145.92%，扣非归母净利润-0.49 亿元/-181.89%。公司中报符合此前预告。

核心观点

- 多重因素导致 Q2 营收增速有所下滑。** 1) 公司 21H1 实现营收 10.64 亿元/+12.54%，单 Q2 实现营收 4.72 亿元/-1.86%，公司营收增速有所下滑主要原因系：①主渠道商超客流下滑；②Q2 进行产品结构调整：新品尚处于培育期，而老品精简，使得销售承压。③直营团队内部调整有所影响。2) 分产品看，公司咸味产品中，深海零食/肉鱼产品/豆制品分别实现营收 1.65/1.26/1.03 亿元，yoy+17.33%/+7.15%/+4.45%，烘焙类产品实现营收 3.60 亿元/+18.35%，果干/素食/蜜饯炒货分别实现营收 1.16/0.72/0.70 亿元，yoy+ 30.86%/+28.94%/+9.66%。
- 毛利率下滑叠加费用率上升，公司利润率短期承压。** 1) 21H1 毛利率 40.51%/-1.27pct，其中 Q2 毛利率 36.11%/-6.98pct，毛利率下降预计系：①蟹柳、鱼肠等尚处于新品培育期，规模效应较低；②对新渠道扶持费用较多；③大宗原材料成本上涨背景下公司采购成本增加 1000 万+。2) 21H1 销售费用率 27.85%/+5.13pct，其中人工费用率/合同类促销费用率/推广类促销费用率/股份支付费用率分别提升 1.81/1.46/0.46/0.46pct，提升主要原因系公司加大市场投入、销售人员相比去年同期有所增加所致（19 年底 1300 人 vs20 年底 1703 人）；3) 21H1 管理费用率 5.30%/+0.67pct，财务费用率 0.95%/+0.43pct，研发费用率 2.98%/+1.80pct。4) 21H1 公司归母净利润率 4.57%/-9.18pct，扣非归母净利润率 1.71%/-8.91pct。
- 短期看，下半年有望迎来边际改善。** 21Q2 为公司经营转型的第一个季度，Q2 业绩低于预期，受无效费用投入影响较多，伴随公司对费用投放更有章法、前期的新品培育逐渐放量以及新人才加入赋能公司转型，下半年有望迎来边际改善。
- 长期看，渠道变革背景下，公司业绩短期承压，但公司奋力转型，围绕供应链优势进行产品结构和渠道结构调整，公司战略清晰，转型力度、转型决心大，未来发展值得期待。** 1) 公司分别于 20 年 3 月、21 年 3 月和 21 年 8 月聘任张磊（原立白电商总经理）、黄敏胜（原雀巢高管）和张小三（原卫龙 CMO）担任公司副总经理，分别负责公司电商及数字化运营、大制造和质量保证事业部运营和大营销全渠道运营，新人才引进将有效赋能公司内部改革，组织活力彰显，也反应了公司的改革决心及对人才的重视；2) 公司对渠道战略进行变革，一方面发明低配岛，加速渠道下沉，另一方面，积极拥抱社区团购、便利店等新渠道；3) 产品方面，公司围绕供应链优势，加大力度发掘潜力大单品，积极发展定量装。

财务预测与投资建议

- 我们下调营收增速及毛利率预测，上调销售费用率预测，给予公司 21-23 年 EPS 预测为 2.22/3.57/4.81 元（调整前 2.69/3.80/5.08 元），由于 21 年公司处于转型期，我们使用可比公司估值法，给予公司 22 年 22 倍估值，对应目标价 78.54 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 新品投放不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,399	1,959	2,495	3,129	3,836
同比增长(%)	26.3%	40.0%	27.4%	25.4%	22.6%
营业利润(百万元)	138	278	319	515	695
同比增长(%)	82.9%	101.8%	14.6%	61.5%	35.1%
归属母公司净利润(百万元)	128	242	287	462	622
同比增长(%)	81.6%	88.8%	18.7%	60.9%	34.6%
每股收益(元)	0.99	1.87	2.22	3.57	4.81
毛利率(%)	42.9%	43.8%	44.4%	45.3%	45.7%
净利率(%)	9.2%	12.3%	11.5%	14.8%	16.2%
净资产收益率(%)	18.1%	29.6%	26.6%	30.2%	30.0%
市盈率	55.7	29.5	24.8	15.4	11.5
市净率	9.2	8.3	5.5	4.0	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

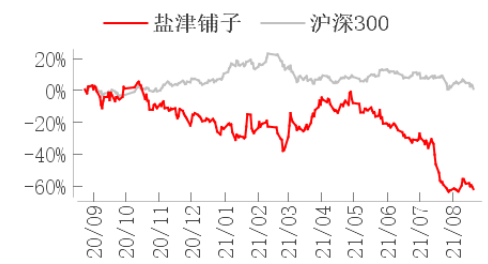


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月20日)	55.09 元
目标价格	78.54 元
52 周最高价/最低价	160.4/51.44 元
总股本/流通 A 股(万股)	12,936/11,330
A 股市值(百万元)	7,126
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 08 月 23 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.81	-6.74	-54.18	-61.65
相对表现	-3.72	2.31	-41.5	-60.6
沪深 300	-5.09	-9.05	-12.68	-1.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

我们下调营收增速及毛利率预测，上调销售费用率预测，给予公司 21-23 年 EPS 预测为 2.22/3.57/4.81 元（调整前 2.69/3.80/5.08 元），由于 21 年公司处于转型期，我们使用可比公司估值法，给予公司 22 年 22 倍估值，对应目标价 78.54 元，维持“买入评级”。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2021/8/20	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
洽洽食品	002557	39.74	1.59	1.84	2.15	2.51	25.03	21.64	18.48	15.80
三只松鼠	300783	38.76	0.75	1.19	1.47	1.83	51.58	32.51	26.40	21.14
良品铺子	603719	33.49	0.86	1.06	1.30	1.56	39.09	31.48	25.75	21.43
西麦食品	002956	16.67	0.59	0.69	0.83	1.02	28.24	24.34	20.21	16.34
甘源食品	002991	45.74	1.92	1.77	2.41	3.00	23.78	25.87	18.96	15.25
	调整后平均						30.79	27.23	21.64	17.76

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

新品投放不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	122	180	785	1,272	1,914	营业收入	1,399	1,959	2,495	3,129	3,836
应收票据及应收账款	156	156	225	282	345	营业成本	799	1,100	1,388	1,711	2,082
预付账款	50	52	76	97	112	营业税金及附加	13	17	21	27	33
存货	292	352	486	599	729	营业费用	344	471	606	693	825
其他	40	48	51	54	58	管理费用及研发费用	118	148	174	204	231
流动资产合计	660	788	1,623	2,303	3,158	财务费用	13	6	33	28	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	1	0	0	0
固定资产	740	926	933	946	949	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	43	35	14	15	投资净收益	0	1	0	0	0
无形资产	138	157	154	151	148	其他	31	61	46	48	51
其他	113	107	2	2	2	营业利润	138	278	319	515	695
非流动资产合计	1,000	1,233	1,124	1,113	1,114	营业外收入	3	0	0	0	0
资产总计	1,660	2,021	2,747	3,416	4,272	营业外支出	1	5	0	0	0
短期借款	348	472	472	472	472	利润总额	139	274	319	515	695
应付票据及应付账款	257	210	430	531	645	所得税	11	32	31	52	72
其他	256	327	407	514	632	净利润	128	242	288	462	623
流动负债合计	862	1,010	1,310	1,517	1,749	少数股东损益	(0)	0	1	0	1
长期借款	0	130	130	130	130	归属于母公司净利润	128	242	287	462	622
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.87	2.22	3.57	4.81
其他	19	16	0	0	0						
非流动负债合计	19	146	130	130	130	主要财务比率					
负债合计	881	1,156	1,440	1,647	1,880		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6	6	7	7	8	成长能力					
股本	128	129	129	129	129	营业收入	26.3%	40.0%	27.4%	25.4%	22.6%
资本公积	315	221	440	440	440	营业利润	82.9%	101.8%	14.6%	61.5%	35.1%
留存收益	330	508	730	1,193	1,815	归属于母公司净利润	81.6%	88.8%	18.7%	60.9%	34.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	780	865	1,307	1,769	2,392	毛利率	42.9%	43.8%	44.4%	45.3%	45.7%
负债和股东权益总计	1,660	2,021	2,747	3,416	4,272	净利率	9.2%	12.3%	11.5%	14.8%	16.2%
						ROE	18.1%	29.6%	26.6%	30.2%	30.0%
						ROIC	14.2%	19.4%	18.8%	22.8%	24.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	53.0%	57.2%	52.4%	48.2%	44.0%
净利润	128	242	288	462	623	净负债率	29.1%	48.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	18	92	53	57	60	流动比率	0.77	0.78	1.24	1.52	1.81
财务费用	13	6	33	28	22	速动比率	0.43	0.43	0.87	1.12	1.39
投资损失	(0)	(1)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	27	(39)	65	13	20	应收账款周转率	12.8	13.7	13.1	12.4	12.2
其它	(2)	40	89	0	0	存货周转率	3.2	3.4	3.3	3.2	3.1
经营活动现金流	184	341	529	560	725	总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
资本支出	(219)	(331)	(50)	(46)	(61)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.99	1.87	2.22	3.57	4.81
其他	(123)	(17)	5	0	0	每股经营现金流	1.44	2.63	4.09	4.33	5.61
投资活动现金流	(342)	(348)	(45)	(46)	(61)	每股净资产	5.98	6.64	10.05	13.62	18.43
债权融资	0	130	0	0	0	估值比率					
股权融资	29	(92)	219	0	0	市盈率	55.7	29.5	24.8	15.4	11.5
其他	128	38	(98)	(28)	(22)	市净率	9.2	8.3	5.5	4.0	3.0
筹资活动现金流	158	76	121	(28)	(22)	EV/EBITDA	44.7	20.1	18.6	12.6	9.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.9	26.6	21.4	13.9	10.5
现金净增加额	0	69	605	487	642						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn