

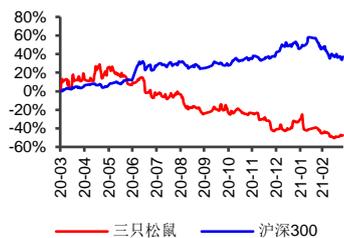
## 营收承压盈利改善，全渠道扩展中

投资评级：买入（上调）

报告日期：2021-03-28

收盘价（元）	36.58
近 12 个月最高/最低（元）	91.31/34.26
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	227
流通股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	147
流通市值（亿元）	83

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

《三只松鼠首次覆盖：借力好风八年飞驰，迎挑战拼似锦前程》

### 事件：

公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 97.94 亿元，同比下降 3.72%，实现净利润 3.01 亿元，同比增长 26.21%，扣非后归母净利润 2.45 亿元，同比增长 19.34%。

### 主要观点：

**线上收入因流量进一步去中心化而承压，公司平衡各线上平台的发展。**2020 年短视频平台、生活分享平台、直播平台的兴起，带来流量的重新分配，公司全年线上营收约为 72.48 亿元，同比下滑约 17.63%，占总营收约 74%。2020 年线上业务营收中，天猫渠道占比 52%，京东渠道占比 38%，线上各平台发展进一步平衡，减少对单一平台依赖。2020 年度薇娅直播带货金额累计达 1.6 亿元，自直播方面，公司设立直播专项团队，全年公司自直播超千场，实现销售额超 1 亿元。2021 年度公司将会继续围绕“以天猫/京东为核心”，加大对拼多多/抖音/社区团购/自直播的布局 and 探索。

**发力线下市场（开店+商超便利店），全渠道营收更趋均衡。**1) 开店方面，截至报告期末，线下店铺数量合计超 1000 家（投食店 171 家，联盟小店 872 家），投食店和联盟小店积极调整策略。投食店保障有质量的扩张，推出线下专供 mini 包，通过与本地生活平台合作寻找新增量；联盟小店出台多项支持政策，并推出县城承包制，实现区域密度化布局。报告期内，投食店和联盟小店整体均实现盈利。2) 公司新增分销业务，开始入驻 KA 商超、连锁便利店等为主的线下分销系统，覆盖超 40 万终端。公司线下营收占比从 2017 年的 4.5% 提升至 26%，预计 2021 年度线下业务占比达到 33%-35%，线上线下渠道营收更趋均衡。

**剔除会计准则变更影响，实际盈利水平改善。**在天猫平台，公司调整销售结构，并进行价格合理管控，实现盈利能力的提升。2020 年毛利率为 23.9%，会计准则变更致毛利率同比下降 3.90%。如果按原会计准则计算，报告期内毛利率同比上升 3.66%。销售费用率为 17.48%，同比减少 5.11pcts；管理费用率为 2.79%，受线上新平台增加投入、线下扩张影响，同比增加 0.58pct；财务费用率为 -0.10%，同比增加 0.04pct。全年净利率为 3.08%，同比增加 0.73pct。

公司调整战略，多品类、多品牌、多渠道发展，精简 SKU 后盈利得到改善，上调至“买入”评级。**多渠道方面**，公司线下店铺数量超过 1000，覆盖 40 万个终端，投食店和联盟小店整体均实现盈利。**品类方面**，公司从全品类零食品牌转向“坚果果干+精选零食”品牌定位，精简 SKU 以提高盈利水平，并通过联盟工厂提高供应链效率和产品质量，首个联盟工厂将在 2021 年度投入运营。**多品牌方面**，流量平台的分发逻辑给予了品牌精

准起步的机会，为此公司提前加速新品牌布局，加速孵化小鹿蓝蓝、养了个毛孩等子品牌。预计 2021-2023 年，三只松鼠营收分别为 121/145/171 亿元，同比增长 24%/20%/18%，净利润分别为 3.66/4.38/5.21 亿元，同比增长 21%/20%/19%，对应 PE 分别为 40/33/28，上调至“买入”评级。

#### 风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

#### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,794	12,109	14,507	17,096
收入同比(%)	-4%	24%	20%	18%
归属母公司净利润	301	366	438	521
净利润同比(%)	26%	21%	20%	19%
毛利率(%)	23.9%	24.3%	24.3%	24.9%
ROE(%)	14.4%	14.9%	15.1%	15.2%
每股收益(元)	0.75	0.91	1.09	1.30
P/E	49	40	33	28
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	35	27	23	18

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 1 三只松鼠分季度业绩 (单位: 百万元)**

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	2,254.9	977.2	1,437.8	2,331.3	2,867.7	1,643.7	2,203.2	3,458.4	3,412.4	1,839.6	1,979.4	2,562.8
营业成本	1,535.0	711.6	1,059.5	1,717.3	1,916.8	1,202.5	1,637.8	2,588.1	2,485.8	1,414.6	1,376.7	2,176.7
税金及附加	17.9	5.5	6.1	2.7	22.8	7.0	5.4	16.0	10.3	9.7	4.9	8.2
销售费用	361.7	266.3	314.9	517.8	551.4	375.0	479.6	891.7	609.1	390.4	448.2	264.5
管理费用	24.7	20.8	21.4	46.6	33.8	37.2	43.7	60.3	44.1	72.3	52.4	52.3
研发费用	5.9	3.6	13.5	11.0	11.3	10.2	10.3	18.4	17.9	6.0	11.9	16.7
财务费用	-0.6	-4.9	1.3	-4.9	-3.0	-5.8	-3.2	-1.9	0.8	-9.4	-0.9	-0.5
投资净收益	0.6	-0.9	4.3	1.7	1.0	1.2	3.2	5.0	0.9	5.6	6.9	9.9
资产减值损失	1.5	2.7	0.3	3.4	0.8	-0.2	0.3	-1.3	-1.0	0.5	-0.2	-1.1
营业利润	310.5	-26.3	70.2	43.4	336.0	17.5	36.8	-90.7	250.1	-1.3	101.1	42.3
加: 营业外收入	1.1	0.9	1.8	1.5	1.5	1.2	1.8	4.5	3.7	2.7	3.5	5.7
减: 营业外支出	0.0	0.9	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	1.0	1.7	3.6	1.5	0.6
利润总额	311.6	-26.2	71.8	44.7	337.3	18.5	38.6	-87.2	252.2	-2.2	103.1	47.4
减: 所得税	78.5	-1.4	12.3	8.6	88.0	1.4	9.4	-30.3	64.2	-2.0	26.7	10.4
净利润	233.1	-24.8	59.6	36.0	249.3	17.2	29.2	-56.9	188.0	-0.2	76.4	37.1
减: 少数股东损益												
归属于母公司所有者的净利润	233.1	-24.8	59.6	36.0	249.3	17.2	29.2	-56.9	188.0	-0.2	76.4	37.1

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,416	3,893	5,504	5,849	<b>营业收入</b>	9,794	12,109	14,507	17,096
现金	1,112	683	1,320	1,472	营业成本	7,454	9,167	10,975	12,844
应收账款	270	275	339	635	营业税金及附加	33	61	73	85
其他应收款	51	43	60	73	销售费用	1,712	2,128	2,540	3,050
预付账款	65	59	52	56	管理费用	221	310	353	404
存货	1,389	2,687	2,406	2,815	财务费用	(10)	(13)	20	52
其他流动资产	530	145	1,327	799	资产减值损失	(2)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	985	1,442	1,236	1,519	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	5	5	5	投资净收益	23	11	13	14
固定资产	521	555	590	617	<b>营业利润</b>	392	466	558	674
无形资产	114	125	133	140	营业外收入	16	8	10	11
其他非流动资产	345	757	508	757	营业外支出	7	4	3	4
<b>资产总计</b>	4,401	5,335	6,740	7,369	<b>利润总额</b>	401	471	564	681
<b>流动负债</b>	2,016	2,623	3,839	3,708	所得税	99	105	126	159
短期借款	0	0	1,342	1,437	<b>净利润</b>	301	366	438	522
应付账款	1,381	2,386	2,676	3,097	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	635	237	(180)	(825)	<b>归属母公司净利润</b>	301	366	438	521
<b>非流动负债</b>	288	249	9	268	EBITDA	444	500	630	784
长期借款	229	229	229	229	EPS (元)	0.75	0.91	1.09	1.30
其他非流动负债	59	20	(220)	39					
<b>负债合计</b>	2,305	2,872	3,848	3,976	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	1	1	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	401	401	401	401	<b>成长能力</b>				
资本公积	554	554	554	554	营业收入	-3.72%	23.63%	19.80%	17.85%
留存收益	1,141	1,507	1,945	2,466	营业利润	30.84%	18.91%	19.67%	20.84%
归属母公司股东权益	2,096	2,462	2,900	3,421	归属于母公司净利润	26.21%	21.36%	19.77%	18.98%
<b>负债和股东权益</b>	4,401	5,335	6,749	7,399	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	23.90%	24.29%	24.34%	24.87%
					净利率(%)	3.08%	3.02%	3.02%	3.05%
					ROE(%)	14.37%	14.87%	15.11%	15.24%
					ROIC(%)	23.12%	37.32%	34.97%	20.97%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	52.37%	53.84%	57.02%	53.74%
					净负债比率(%)	68.60%	56.51%	45.60%	23.49%
					流动比率	1.69	1.48	1.43	1.58
					速动比率	1.01	0.46	0.81	0.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.12	2.49	2.40	2.42
					应收账款周转率	40.94	53.77	56.84	40.69
					应付账款周转率	6.18	6.43	5.73	5.92
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	0.91	1.09	1.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	(0.96)	(1.52)	0.48
					每股净资产(最新摊薄)	5.23	6.14	7.23	8.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	48.7	40.1	33.5	28.1
					P/B	7.0	6.0	5.1	4.3
					EV/EBITDA	34.56	27.01	22.92	18.03

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。