

# 商业贸易

## 三只松鼠 | 四季度总体扭亏为盈，线上渠道京东盈利天猫边际改善，线下门店实现整体盈利，分销表现靓眼，拐点或已至

**事件：**2020 年公司营业收入 97.9 亿元，同减 3.72%；归属于母公司的净利润为 3.01 亿元，同增 26.21%。20Q1-Q4 分别实现营收 34.12 亿元、18.40 亿元、19.79 亿元、25.63 亿元，分别变动 19.0%、11.9%、-10.2%、-25.9%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 1.9 亿元、0、0.76 亿元、0.37 亿元，前三季度分别变动-24.6%、-101.1%、161.7%。

**收入端：分渠道：**第三方电商平台营业收入 72.04 亿元，同减 27%，占总营收的 73.56%，较 2019 年第三方电商平台的占比 97%下降近 23 个 pct，线下业务占比升至 26%。京东渠道占线上总营收比例 38%，天猫渠道占比 52%，其中，天猫旗舰店营收 28.47 亿元，同减 28%；京东自营平台营收 19.95 亿元，同增 22.22%，公司线上平台趋于均衡。线下方面，直营店营收 8.74 亿元，同增 16.4%；加盟店营收 4.59 亿元，同比增长 63.3%；新分销期末累计触达超 40 万零售终端，实现营收 11.65 亿元，同比增长 37.7%。线下投食店和联盟店整体均实现盈利，弥补了流量去中心化带来的线上业务业绩下滑。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/自直播的布局和探索。

**利润端：**公司归母净利润为 3.01 亿元，同增 26.21%。其中，新品牌贡献营收 0.76 亿元，净亏损 0.4 亿元，如不考虑新品牌影响，公司净利润提升 43%。本年度收到了 0.46 亿元的政府补助，同比增加 75.98%，助力归母净利润增长。

**产品品牌端：**公司品牌力不可复制，借力品牌势能加速产品优化。①公司对产品品类结构进行调整优化，针对 300 余款长尾 SKU 进行清理和淘汰，进一步提升供应链效率。受益于 SKU 缩减所带来的货品流转效率的改变，公司货品月均周转率提升近 20%。长尾产品的减少带来后端货品采购及生产的集中化，并实现前台运营资源的聚焦。②公司生产出蜀香牛肉、益生菌每日坚果等多款产品，实现产品质量的稳步提升。2020 年，消费者全品类质量客诉较 2019 年下降 19.1%。③新品牌方面，公司切入婴童食品、宠物食品等赛道，孵化小鹿蓝蓝、养了个毛孩等四大子品牌。经过近半年的运营，四个子品牌累计实现营收 0.76 亿元。其中，小鹿蓝蓝实现营收 0.55 亿元。

**渠道端：**公司优化线上业务结构，线下借力品牌势能加速拓展。①线上方面，1) 公司借助京东反向定制能力及物流优势，对淘宝依赖度下降，线上各渠道发展进一步平衡。2) 公司紧抓直播电商等新风口，通过直播、短视频等新媒介加大全渠道布局，2021 年货节期间自直播累计销售额达 9,500 万元，2021 年预计抖音与拼多多渠道将带来可观的份额增长。②线下方面，公司借力品牌力推出县城承包制，开展新分销业务，实现密度化布局。2020 年末公司自营店 171 家，新开 78 家，净增 63 家店；联盟小店 872 家，新开 641 家，净增 594 家店。公司借助强大的品牌力加速全国拓店与新分销，大店造品牌带动小店增收从而形成合力。

**公司借力品牌势能打法明确，未来将升级品牌 IP 化，完善各渠道布局及产品优势。**渠道方面，公司将持续线上线下全渠道协同发展，通过品牌势能带动新电商、社区团购等多业务突破；2021 年联盟小店预计新开 800-1000 家店加速扩张，2021 年度线下业务占比或达 33%-35%，新分销业务预计将渗透超 100 万个终端。产品方面，公司将继续升级品牌 IP 化，提高产品开发精准度，公司预计打造约 150 款新品，并持续推进 sku 生命周期的管理，确保高质量和高效。维持买入评级。

**风险提示：**产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

证券研究报告  
2021 年 03 月 30 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010002

wuli1@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

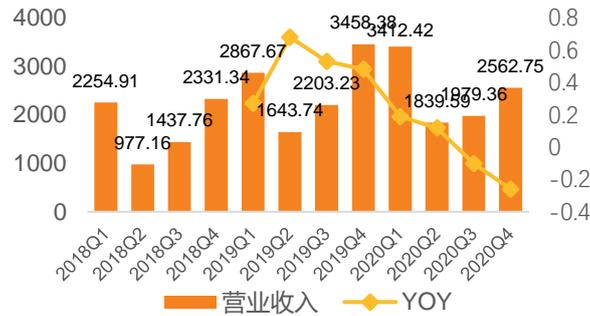
相关报告

- 《商业贸易-行业深度研究:中公系列深度四 | IT 培训:产业需求旺课程更新快, 品牌化专业化势在必行》 2021-03-27
- 《商业贸易-行业点评:微盟集团 | 优化营收结构, 大客化生态化国际化战略推进》 2021-03-19
- 《商业贸易-行业深度研究:中公系列深度之三 | 学历升级丰富职业选择, 产品完善激发市场需求》 2021-03-08

## 1. 事件

2020 年公司营业收入 97.9 亿元，同减 3.72%；归属于母公司的净利润为 3.01 亿元，同增 26.21%。20Q1-Q4 分别实现营收 34.12 亿元、18.40 亿元、19.79 亿元、25.63 亿元，分别变动 19.0%、11.9%、-10.2%、-25.9%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 1.9 亿元、0、0.76 亿元、0.37 亿元，前三季度分别变动-24.6%、-101.1%、161.7%，第四季度扭亏为盈。

图 1：公司各季度营收及其 yoy (单位：百万元)

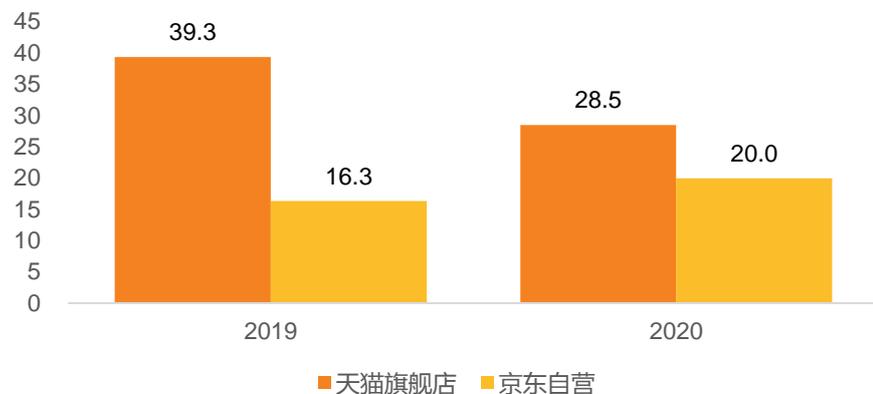


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 收入端：各渠道均衡发展，线下多点均实现盈利

分渠道：第三方电商平台营业收入 72.04 亿元，同减 27%，占总营收的 73.56%，较 2019 年第三方电商平台的占比 97% 下降近 23 个 pct，线下业务占比升至 26%。京东渠道占线上总营收比例 38%，天猫渠道占比 52%，其中，天猫旗舰店营收 28.47 亿元，同减 28%；京东自营平台营收 19.95 亿元，同增 22.22%，公司线上平台趋于均衡。线下方面，直营店营收 8.74 亿元，同增 16.4%；加盟店营收 4.59 亿元，同比增长 63.3%；新分销期末累计触达超 40 万零售终端，实现营收 11.65 亿元，同比增长 37.7%。线下投食店和联盟店整体均实现盈利，弥补了流量去中心化带来的线上业务业绩下滑。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。

图 2：天猫旗舰店和京东自营营收趋于平衡 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品：坚果类营收 48.48 亿元，同减 10.9%，占总营收比 49.5%；烘焙类 16.18 亿元，同减 0.87%，占比 16.52%；肉制品 12.97 亿元，同增 5.31%，占比 13.25%；果干 7.73 亿元，同

减 8.37%，占比 7.9%；综合类 11.48 亿元，同增 23.82%，占比 11.72%。坚果营收下滑原因：2020 年，线上流量进一步去中心化，作为核心品类的坚果产品引流效果开始减弱。

图 3：按品类划分各产品营收占比（单位：亿元）

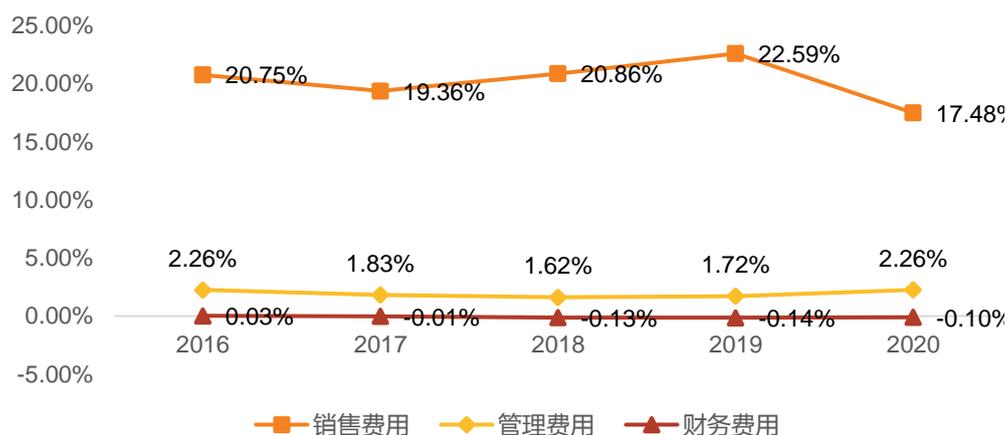


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 成本端：会计政策变更致费用波动，业务持续拓展

公司 2020 期间费用率为 19.64%。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 17.12 亿元，同比减少 25.48%，本期销售费用减少较大主要系会计政策变更，运输费、包装费计入营业成本所致；销售费用率为 17.48%，同比减少 5.1 个 pct。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 2.21 亿元，同比增长 26.36%，本期管理费用增加较大主要因业务发展增加人员所致；管理费用率为 2.26%，同增 0.54 个 pct。③财务费用率：公司 2020 财务费用为 -0.1 亿元，同比增加 27.83%。

图 4：公司销售费用下降系会计政策变更



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 利润端：四季度扭亏为盈，新品牌净亏 0.4 亿元

公司归母净利润为 3.01 亿元，同增 26.21%。其中，新品牌贡献营收 0.76 亿元，净亏损 0.4 亿元，如不考虑新品牌影响，公司净利润提升 43%。本年度收到了 0.46 亿元的政府补助，同比增加 75.98%，助力归母净利润增长。

图 5：公司分季度归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

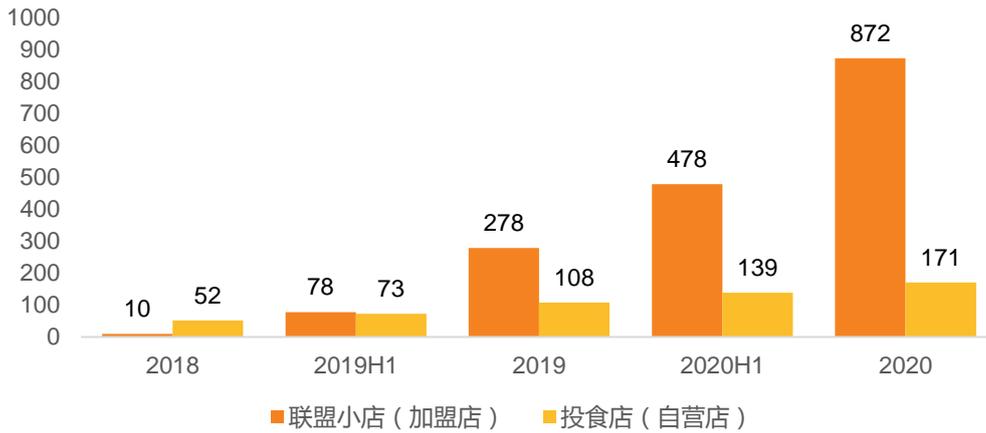
#### 5. 产品品牌端：公司品牌力不可复制，借力品牌势能加速产品优化。

- ① 公司对产品品类结构进行调整优化，针对 300 余款长尾 SKU 进行清理和淘汰，进一步提升供应链效率。受益于 SKU 缩减所带来的货品流转效率的改变，公司货品月均周转率提升近 20%。长尾产品的减少带来后端货品采购及生产的集中化，并实现前台运营资源的聚焦。
- ② 公司生产出蜀香牛肉、益生菌每日坚果等多款产品，实现产品质量的稳步提升。2020 年，消费者全品类质量客诉较 2019 年下降 19.1%。
- ③ 新品牌方面，公司切入婴童食品、宠物食品等赛道，孵化小鹿蓝蓝、养了个毛孩等四大子品牌。经过近半年的运营，四个子品牌累计实现营收 0.76 亿元。其中，小鹿蓝蓝实现营收 0.55 亿元。

#### 6. 渠道端：公司优化线上业务结构，线下借力品牌势能加速拓展。

线上方面，1) 公司借助京东反向定制能力及物流优势，对淘宝依赖度下降，线上各渠道发展进一步平衡。2) 公司紧抓直播电商等新风口，通过直播、短视频等新媒介加大全渠道布局，2021 年货节期间自直播累计销售额达 9,500 万元，2021 年预计抖音与拼多多渠道将带来可观的份额增长。② 线下方面，公司借力品牌力推出县城承包制，开展新分销业务，实现密度化布局。2020 年末公司自营店 171 家，新开 78 家，净增 63 家店；联盟小店 872 家，新开 641 家，净增 594 家店。公司借助强大的品牌力加速全国拓店与新分销，小店造品牌带动小店增收从而形成合力。

图 6：公司借品牌势能加速拓店，20 年末已突破 1000 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 7. 投资建议

公司借力品牌势能打法明确，未来将升级品牌 IP 化，完善各渠道布局及产品优势。渠道方面，公司将持续线上线下全渠道协同发展，通过品牌势能带动新电商、社区团购等多业务突破；2021 年联盟小店预计新开 800-1000 家店加速扩张，2021 年度线下业务占比或达 33%-35%，新分销业务预计将渗透超 100 万个终端。产品方面，公司将继续升级品牌 IP 化，提高产品开发精准度，公司预计打造约 150 款新品，并持续推进 sku 生命周期的管理，确保高质量和高效率。

## 8. 风险提示

产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com