

三只松鼠 (300783.SZ) 战略转型逐步见效，全渠道多品牌布局渐成型

2021年04月10日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）
孙金钜（分析师）

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790519110002

日期	2021/4/9
当前股价(元)	42.06
一年最高最低(元)	91.59/34.26
总市值(亿元)	168.66
流通市值(亿元)	95.47
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.27
近3个月换手率(%)	83.35

中小盘研究团队
● 战略聚焦大品类+精品零食效果渐显，盈利能力持续提升

公司公告了2020年年报，2020年全年实现收入97.94亿元（-3.72%），归母净利润3.01亿元（+26.21%），扣非归母净利润2.45亿元（+19.34%）。其中，2020Q4实现收入25.63亿元（-25.90%），归母净利润3706万元（+165.10%），扣非归母净利润2682万元（同比扭亏为盈）。公司从全品类平台型零食公司向战略聚焦“坚果果干+精选零食”的转型逐见成效，线上收入下滑收窄、线下快速扩张、利润率显著提升。考虑公司依旧处于战略转型期，我们小幅下调公司2021-2023年净利润预测至4.19（-0.30）/5.52（-0.14）/6.72亿元，当前股价对应2021-2023年PE分别为40.2/30.5/25.1倍，维持“买入”评级。

● 线上渠道优化，线下渠道发力，全渠道发展更为均衡

在线上流量去中心化的背景下，公司主动调整销售结构，平台电商中京东销售占比提升至线上的38%。同时公司积极布局直播电商，和薇娅合作直播卖货达1.6亿元，自直播超千场，销售超1亿元，2021年货节期间自直播累计销售9500万元，稳居食品板块第一。线下公司加快投食店和联盟小店的扩张，2020年新增投食店78家、联盟小店641家。其中投食店实现收入8.74亿元（同比+16.4%）、联盟小店实现收入4.59亿元（+63.3%），并且投食店和联盟小店均实现了盈利。此外，公司线下新分销渠道2020年实现收入11.65亿元（同比+37.7%），推动公司线下收入占比由2017年的4.5%大幅提升至2020年26%，全渠道发展更均衡。

● 优化产品结构+紧抓新品类，多品类多品牌战略持续推进

针对三只松鼠主品牌，公司对原有300余款的长尾SKU进行了优化处理，推动周转效率和利润率的提升。SKU精简后公司月均货品的周转率提升了20%，并且仓储的有效利用率得到提升、货品管理成本和损耗下降、质量管理能力提升，从而推动了整体利润率的提升。此外，针对新流量品种，公司通过多品类多品牌战略切入，包括主打婴童食品的“小鹿蓝蓝”和主打宠物食品的“养个毛孩”等。经过2020年半年运营后，四个新子品牌实现收入7611.17万元，

● 风险提示：平台电商受冲击较大，战略调整效果低预期等。
相关研究报告

《中小盘信息更新-战略聚焦大品类+

精品，盈利能力显著提升》-2020.10.26

《中小盘信息更新-直播电商等冲击

线上渠道，收入增长低预期》-

2020.8.21

《中小盘信息更新-一季度收入增长

低预期，疫情后看线下加速扩张》-

2020.5.2

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,173	9,794	11,592	13,458	15,679
YOY(%)	45.3	-3.7	18.4	16.1	16.5
归母净利润(百万元)	239	301	419	552	672
YOY(%)	-21.4	26.2	39.1	31.8	21.7
毛利率(%)	27.8	23.9	24.8	25.2	25.3
净利率(%)	2.3	3.1	3.6	4.1	4.3
ROE(%)	12.6	14.4	17.4	19.2	19.3
EPS(摊薄/元)	0.60	0.75	1.05	1.38	1.68
P/E(倍)	70.6	56.0	40.2	30.5	25.1
P/B(倍)	8.9	8.0	7.0	5.8	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4085	3416	5164	4824	6927
现金	970	1112	947	1681	1699
应收票据及应收账款	260	226	350	319	460
其他应收款	41	51	58	69	79
预付账款	74	65	100	91	131
存货	2480	1389	3137	2091	3985
其他流动资产	260	573	573	573	573
非流动资产	756	985	1049	1109	1196
长期投资	6	6	7	7	8
固定资产	396	521	590	654	724
无形资产	116	114	128	142	154
其他非流动资产	239	345	325	306	309
资产总计	4842	4401	6214	5933	8123
流动负债	2660	2016	3528	2810	4430
短期借款	145	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1789	1381	2327	1956	3022
其他流动负债	726	635	1201	854	1408
非流动负债	287	288	271	239	208
长期借款	250	229	211	179	149
其他非流动负债	37	59	59	59	59
负债合计	2946	2305	3799	3049	4638
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	554	554	554	554	554
留存收益	940	1141	1441	1849	2303
归属母公司股东权益	1895	2096	2415	2884	3485
负债和股东权益	4842	4401	6214	5933	8123

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-329	1199	3	944	233
净利润	239	301	419	552	672
折旧摊销	56	77	74	88	80
财务费用	-14	-10	-25	-34	-42
投资损失	-10	-23	-11	-13	-6
营运资金变动	-619	846	-453	351	-472
其他经营现金流	19	9	0	0	0
投资活动现金流	-205	-780	-127	-135	-161
资本支出	216	325	64	59	86
长期投资	10	-448	-1	-1	-1
其他投资现金流	21	-904	-63	-77	-76
筹资活动现金流	687	-272	-42	-76	-53
短期借款	145	-145	0	0	0
长期借款	0	-21	-18	-32	-31
普通股增加	41	0	0	0	0
资本公积增加	504	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-106	-24	-44	-22
现金净增加额	152	147	-165	734	19

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10173	9794	11592	13458	15679
营业成本	7345	7454	8720	10072	11706
营业税金及附加	51	33	37	52	55
营业费用	2298	1712	2029	2328	2697
管理费用	175	221	249	269	314
研发费用	50	53	58	67	78
财务费用	-14	-10	-25	-34	-42
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0
其他收益	27	47	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	23	11	13	6
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	300	392	544	716	878
营业外收入	9	16	10	12	12
营业外支出	2	7	3	4	5
利润总额	307	401	550	723	885
所得税	68	99	131	171	213
净利润	239	301	419	552	672
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	239	301	419	552	672
EBITDA	359	459	600	778	920
EPS(元)	0.60	0.75	1.05	1.38	1.68

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	45.3	-3.7	18.4	16.1	16.5
营业利润(%)	-24.7	30.8	38.6	31.7	22.7
归属于母公司净利润(%)	-21.4	26.2	39.1	31.8	21.7
获利能力					
毛利率(%)	27.8	23.9	24.8	25.2	25.3
净利率(%)	2.3	3.1	3.6	4.1	4.3
ROE(%)	12.6	14.4	17.4	19.2	19.3
ROIC(%)	10.1	12.1	14.7	16.6	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	52.4	61.1	51.4	57.1
净负债比率(%)	-28.5	-39.2	-25.8	-48.0	-40.9
流动比率	1.5	1.7	1.5	1.7	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.4	0.8	0.5
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.1	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	36.1	40.3	40.3	40.3	40.3
应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.75	1.05	1.38	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	2.99	0.01	2.35	0.58
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.23	6.02	7.19	8.69
估值比率					
P/E	70.6	56.0	40.2	30.5	25.1
P/B	8.9	8.0	7.0	5.8	4.8
EV/EBITDA	45.4	34.7	26.9	19.8	16.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券股份有限公司

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn