

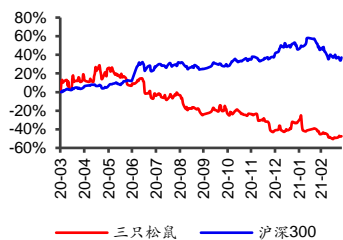
盈利大幅改善，线下布局稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-21

收盘价（元）	50.94
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）	204
流通市值（亿元）	116

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》

《华安证券_公司研究_点评报告_三只松鼠 (300783.SZ)：营收承压盈利改善，全渠道扩展中》

事件：

公司发布 2021 年一季报，期间实现营业收入 36.71 亿元，同比增长 7.58%；归母净利润为 3.15 亿元，同比增长 67.57%；扣非后归母净利润 2.78 亿元，同比增长 50.56%，每股收益为 0.79 元。

主要观点：

公司持续优化线上业务结构，平衡各线上平台的发展。1) 继续布局抖音、拼多多新电商，多平台发展。公司持续推进天猫、京东等平台电商的精细化运营，同时聚焦抖音、拼多多等新电商的深耕布局，报告期内，抖音和拼多多新电商渠道实现占线上总营收比例 8.55%。2) 定制化货品提升盈利能力。根据渠道特性匹配定制化货品，提升产品竞争力，从而实现线上渠道整体盈利能力的进一步改善。

发力线下市场（开店+商超便利店），全渠道营收更趋均衡。公司线下营收占比从 2017 年的 4.5% 提升至 2021Q1 的 33.37%。1) 开店方面，Q1 联盟小店新开 103 家，截至报告期末线下店铺（投食店+联盟小店）数量合计超 1103 家。投食店通过建立城市前置仓，优化物流交付方案进一步降本提效，报告期内实现营收同比增长 29.64%。联盟小店拥有 2 家及以上小店的店主占比进一步提升，报告期内联盟小店实现营收同比增长 167.24%。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。我们认为公司过去利用互联网的传播优势已经建立起了品牌知名度，品牌势能及定制化货品供给助力终端快速渗透，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。

盈利能力大幅改善。Q1 毛利率为 31.39%，同比增加 4.24pcts，我们推测因定制化产品增加、折扣力度减轻、长尾产品削减所致。销售费用率为 18.22%，同比增加 0.37pcts；管理费用率为 2.08%，同比增加 0.26pct；财务费用率为 0.16%，同比增加 0.14pct。净利率为 8.58%，主要受毛利率增加影响，同比增加 3.07pcts。

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 125/151/180

亿元，同比增长 28%/21%/19%，净利润分别为 4.13/5.04/6.50 亿元，同比增长 37%/22%/29%，对应 PE 分别为 49/41/31，维持至“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	12,510	15,102	17,981
收入同比(%)	-4%	28%	21%	19%
归属母公司净利润	301	413	504	650
净利润同比(%)	26%	37%	22%	29%
毛利率(%)	23.9%	24.8%	24.6%	25.1%
ROE(%)	14.4%	16.5%	16.7%	17.8%
每股收益(元)	0.75	1.03	1.26	1.62
P/E	68	49	41	31
P/B	10	8	7	6
EV/EBITDA	35	34	29	22

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
流动资产	3,416	3,838	5,639	5,990	营业收入	9,794	12,510	15,102	17,981
现金	1,112	617	1,320	1,472	营业成本	7,454	9,405	11,393	13,464
应收账款	270	284	352	668	营业税金及附加	33	63	76	90
其他应收款	51	45	63	76	销售费用	1,712	2,214	2,629	3,154
预付账款	65	59	52	56	管理费用	221	321	376	442
存货	1,389	2,757	2,497	2,951	财务费用	(10)	(9)	1	5
其他流动资产	530	76	1,355	767	资产减值损失	(2)	0	0	0
非流动资产	985	1,522	1,297	1,609	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	营业利润	392	527	640	841
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	838	568	847	营业外支出	7	4	3	4
资产总计	4,401	5,360	6,936	7,599	利润总额	401	532	646	847
流动负债	2,016	2,609	3,942	3,668	所得税	99	119	144	198
短期借款	0	0	1,454	1,429	净利润	301	413	502	649
应付账款	1,381	2,448	2,778	3,246	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	635	161	(290)	(1,007)	归属母公司净利润	301	413	501	648
非流动负债	288	242	(17)	271	EBITDA	444	564	692	902
长期借款	229	229	229	229	EPS (元)	0.75	1.03	1.25	1.62
其他非流动负债	59	13	(246)	42					
负债合计	2,305	2,851	3,925	3,939	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	1	2	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	401	401	401	401	成长能力				
资本公积	554	554	554	554	营业收入	-3.72%	27.73%	20.72%	19.07%
留存收益	1,141	1,554	2,056	2,704	营业利润	30.84%	34.36%	21.42%	31.38%
归属母公司股东权益	2,096	2,509	3,011	3,659	归属于母公司净利润	26.21%	36.97%	21.49%	29.30%
负债和股东权益	4,401	5,360	6,936	7,599	获利能力				
					毛利率(%)	23.90%	24.81%	24.56%	25.12%
					净利率(%)	3.08%	3.30%	3.32%	3.61%
					ROE(%)	14.37%	16.46%	16.67%	17.73%
					ROIC(%)	23.12%	42.54%	37.71%	22.98%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.37%	53.18%	56.58%	51.83%
					净负债比率(%)	68.60%	58.10%	43.21%	21.01%
					流动比率	1.69	1.47	1.43	1.63
					速动比率	1.01	0.41	0.80	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	2.12	2.56	2.46	2.47
					应收账款周转率	40.94	54.62	57.04	40.83
					应付账款周转率	6.18	6.53	5.78	5.97
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	1.03	1.25	1.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	(1.11)	(1.71)	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	5.23	6.26	7.51	9.12
					估值比率				
					P/E	67.8	49.5	40.7	31.5
					P/B	9.7	8.1	6.8	5.6
					EV/EBITDA	34.56	34.13	29.26	21.93

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。