

**三只松鼠 (300783.SZ) 2021Q1 业绩超预期，战略转型成效持续显现**

2021年04月22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）**
**李泽（联系人）**

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

lize@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790519110002

证书编号：S0790120070082

日期	2021/4/21
当前股价(元)	50.94
一年最高最低(元)	91.59/34.26
总市值(亿元)	204.27
流通市值(亿元)	115.62
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.27
近3个月换手率(%)	81.21

**中小盘研究团队**

● **2021年业绩超预期，战略转型进程下盈利能力持续提升，维持“买入”评级**  
 公司公告了2021年第一季度报告，2021Q1实现营业收入36.71亿元，同比增长7.58%；实现归母净利润3.15亿元，同比增长67.57%；实现扣非归母净利润2.78亿元，同比增长50.56%。此外，公司通过精细化运营、全渠道价格体系管控等方式，推动盈利能力显著提升。具体来看，2021Q1公司毛利率达到31.39%，同比增加4.24pct；净利率达到8.58%，同比增加3.07pct，盈利能力大幅提升。考虑公司战略转型期已初见成效，未来盈利能力有望进一步得到释放，我们小幅上调公司2021-2023年净利润预测至4.33 (+0.14) /5.55 (+0.03) /6.77 (+0.05) 亿元，当前股价对应2021-2023年PE分别为47.2/36.8/30.2倍，维持“买入”评级。

● **线上、线下业务结构持续优化，全渠道融合发展模式持续推进**

2020Q1，公司线下渠道收入占比已提升至33.37%，全渠道融合发展模式持续推进。具体来看，线上渠道方面，公司通过精细化运营持续夯实传统天猫、京东等电商平台的同时，针对拼多多等新兴渠道特性匹配定制化产品，例如2021年抖音渠道近1亿元的自直播收入贡献中，超60%的订单为厂家直发模式，从而有效降低物流成本。线下渠道方面，公司亦根据线下购物场景特性，开展定制化产品供给，截至2021Q1末，已累计开发线下专供产品120款，推动投食店和联盟小店单季度营收同比增速分别达到29.64%和167.24%。此外，公司在分销体系下亦定向开发40款分销渠道专供产品，推动终端动销率提升约100%，单一季度实现营收同比增长73.41%。

● **聚焦以小鹿蓝蓝为主的新品牌发展，打造“1+N”多品牌矩阵**

公司紧抓新流量入口，聚焦以小鹿蓝蓝为主的新品牌发展，2021Q1小鹿蓝蓝全渠道营收达到7913万元。目前，小鹿蓝蓝已累计打造千万级单品5款、超百万级单品27款，并实现天猫、京东、线下终端、微信私域等全渠道覆盖。展望未来，小鹿蓝蓝有望进一步扩大现有品牌IP优势，深耕婴童食品、宠物食品等高景气度赛道，打造“1+N”多品牌矩阵。

● **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-战略转型逐步见效，全渠道多品牌布局渐成型》

-2021.4.10

《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

**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	11,594	13,467	15,696
YOY(%)	45.3	-3.7	18.4	16.2	16.5
归母净利润(百万元)	239	301	433	555	677
YOY(%)	-21.4	26.2	43.7	28.1	21.9
毛利率(%)	27.8	23.9	24.8	25.2	25.4
净利率(%)	2.3	3.1	3.7	4.1	4.3
ROE(%)	12.6	14.4	17.8	19.1	19.3
EPS(摊薄/元)	0.60	0.75	1.08	1.38	1.69
P/E(倍)	85.6	67.8	47.2	36.8	30.2
P/B(倍)	10.8	9.7	8.4	7.0	5.8

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
<b>流动资产</b>	4085	3416	5179	4842	6950
现金	970	1112	961	1696	1719
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	132
存货	2480	1389	3137	2093	3987
其他流动资产	260	573	573	573	573
<b>非流动资产</b>	756	985	1050	1110	1197
长期投资	6	6	7	7	8
固定资产	396	521	590	654	725
无形资产	116	114	128	142	154
其他非流动资产	239	345	325	306	310
<b>资产总计</b>	4842	4401	6228	5951	8147
<b>流动负债</b>	2660	2016	3529	2812	4433
短期借款	145	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1789	1381	2328	1958	3024
其他流动负债	726	635	1201	854	1409
<b>非流动负债</b>	287	288	271	239	208
长期借款	250	229	211	180	149
其他非流动负债	37	59	59	59	59
<b>负债合计</b>	2946	2305	3800	3051	4641
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	1451	1861	2317
归属母公司股东权益	1895	2096	2428	2900	3506
负债和股东权益	4842	4401	6228	5951	8147

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-329	1199	17	946	236
净利润	239	301	433	555	677
折旧摊销	56	77	74	88	80
财务费用	-14	-10	-25	-35	-42
<b>投资损失</b>	-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
<b>资本支出</b>	216	325	64	59	86
长期投资	10	-448	-1	-1	-1
其他投资现金流	21	-904	-64	-77	-76
筹资活动现金流	687	-272	-42	-75	-52
短期借款	145	-145	0	0	0
长期借款	0	-21	-18	-32	-31
<b>普通股增加</b>	41	0	0	0	0
<b>资本公积增加</b>	504	0	0	0	0
<b>其他筹资现金流</b>	-3	-106	-24	-43	-22
<b>现金净增加额</b>	152	147	-152	736	22

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10173	9794	11594	13467	15696
营业成本	7345	7454	8721	10077	11714
营业税金及附加	51	33	37	52	55
营业费用	2298	1712	2017	2330	2700
管理费用	175	221	243	269	314
研发费用	50	53	58	67	78
财务费用	-14	-10	-25	-35	-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
<b>营业利润</b>	300	392	562	719	883
营业外收入	9	16	10	12	12
营业外支出	2	7	3	4	5
<b>利润总额</b>	307	401	568	726	891
所得税	68	99	135	172	214
<b>净利润</b>	239	301	433	555	677
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	239	301	433	555	677
EBITDA	359	459	618	781	925
EPS(元)	0.60	0.75	1.08	1.38	1.69

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	45.3	-3.7	18.4	16.2	16.5
营业利润(%)	-24.7	30.8	43.3	28.0	22.9
归属于母公司净利润(%)	-21.4	26.2	43.7	28.1	21.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.8	23.9	24.8	25.2	25.4
净利率(%)	2.3	3.1	3.7	4.1	4.3
ROE(%)	12.6	14.4	17.8	19.1	19.3
ROIC(%)	10.1	12.1	15.1	16.6	17.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.9	52.4	61.0	51.3	57.0
净负债比率(%)	-28.5	-39.2	-26.2	-48.3	-41.2
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.75	1.08	1.38	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	2.99	0.04	2.36	0.59
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.23	6.06	7.23	8.74
<b>估值比率</b>					
P/E	85.6	67.8	47.2	36.8	30.2
P/B	10.8	9.7	8.4	7.0	5.8
EV/EBITDA	55.3	42.5	31.9	24.2	20.4

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（underperform）	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（underperform）	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

### 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

### 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

### 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