

# 三只松鼠 (300783)

证券研究报告

2021年04月22日

## 21Q1 线上线下全面发力超出预期，渠道类休闲食品公司变化获验证，净利率水平同比环比均大幅提升

公司发布 21 年度一季报。21Q1 公司实现营收 36.7 亿元，同增 7.58%，实现归母净利润 3.2 亿元，同增 67.57%。

**聚焦新品牌发展，深入强化品牌 IP 打造多产品矩阵。**公司根据线下购物场景特性，定制化货品供给，截至报告期末累计开发线下专供产品超 120 款，有效提升产品竞争力和整体盈利能力。同时，公司紧抓新流量入口，聚焦以小鹿蓝蓝为主的新品牌发展，打造“1+N”多品牌矩阵，21Q1 小鹿蓝蓝全渠道营收达 7913 万元。新品牌方面，公司重点聚焦婴童食品小鹿蓝蓝的发展。报告期内全渠道营收 7,913.00 万元，环比增长 57.42%，连续 7 个月稳居全网宝宝零食销量冠军；针对宠物食品养了个毛孩进行品类扩充和运营优化，近六月复购率约 40%，荣获天猫 2020 年度最具潜力新锐品牌奖。**各渠道放量超预期，线下业务高速发展，全渠道发展更趋均衡。**线下方面，21Q1 公司线下业务发展迅速，营收占比已达到 33.4%，较 20 年度提升近 8 个点，线下放量超预期。其中，直营店营收同增 29.64%，联盟小店营收同增 167.24%，主要或由于 2020 年线下拓店加速带来营收增量。新分销实现营收同比增长 73.41%。线上方面，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，期内抖音和拼多多新电商渠道已实现占线上总营收比例 8.55%。公司一季度尝试围绕拼多多定制专属商品，实现营收超 5000 万元。社区团购方面，公司已进驻美团优选、多多买菜、橙心优选、每日优鲜等社区团购渠道，有效覆盖 15 个省，近 30 座城市，实现营收近千万元。

公司一季度实现毛利率 31.4%；净利率 8.6%，盈利情况亮眼，超出预期。其中公司一季度毛利率、净利率均接近 2019 年来新高。

**反垄断力度趋严，三只松鼠线上有望加速放量。**当前反垄断进程不断趋严，线上禁止平台“二选一”，保护了市场的公平竞争。未来三只松鼠线上渠道有望全面发力，流量成本下降或带动线上盈利能力提升，阿里、京东、抖音等各个渠道有望实现加速。

### 投资建议：

公司一季度发展超出预期，线上多平台齐发力、线下持续放量趋势已形成，借力品牌势能，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 年度线下业务占比或达 33%-35%。综上，预计 21/22 年净利润分别为 5/7 亿，对应 42/29xPE。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**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,173.02	9,794.12	12,368.69	15,775.46	19,911.75
增长率(%)	45.30	(3.72)	26.29	27.54	26.22
EBITDA(百万元)	352.04	443.75	570.35	937.38	1,082.90
净利润(百万元)	238.75	301.32	484.37	705.93	813.01
增长率(%)	(21.43)	26.21	60.75	45.74	15.17
EPS(元/股)	0.60	0.75	1.21	1.76	2.03
市盈率(P/E)	85.56	67.79	42.17	28.94	25.12
市净率(P/B)	10.78	9.74	8.13	6.62	5.36
市销率(P/S)	2.01	2.09	1.65	1.29	1.03
EV/EBITDA	71.48	34.48	33.47	20.01	16.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	50.94 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	226.98
A 股总市值(百万元)	20,426.94
流通 A 股市值(百万元)	11,562.16
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	47.85
一年内最高/最低(元)	91.59/34.26

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三只松鼠-季报点评:19Q3 扣非净利+10%yoy，双十一开启大联盟模式未来可期》 2019-11-01
- 《三只松鼠-公司点评:剔除补贴影响后 Q3 利润正增长，双十一开启大联盟模式未来可期》 2019-10-21
- 《三只松鼠-公司点评:持续推出系列动画片，推进品牌多元化发展》 2019-08-15

图 1: 各季度营业收入 (单位: 百万元)



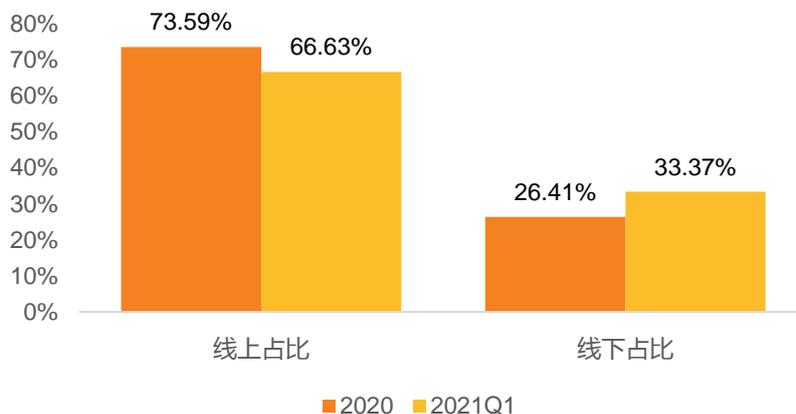
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 各季度归母净利润 (单位: 百万元)



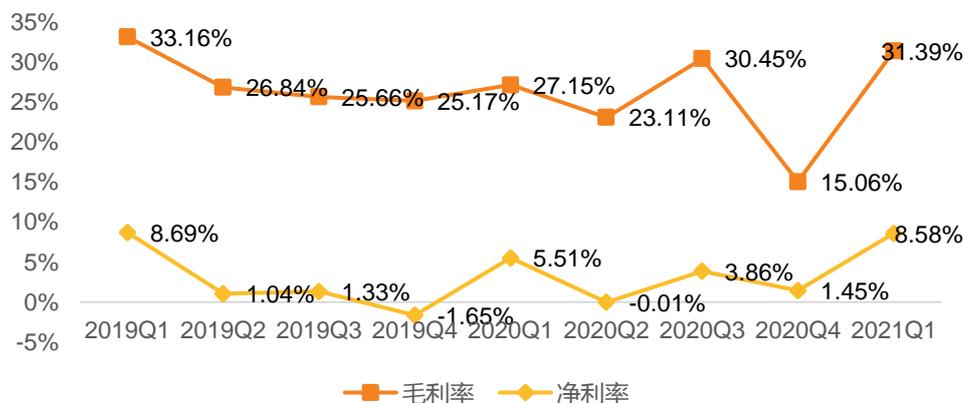
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 2020 年及 2021Q1 线上及线下营收占比对比



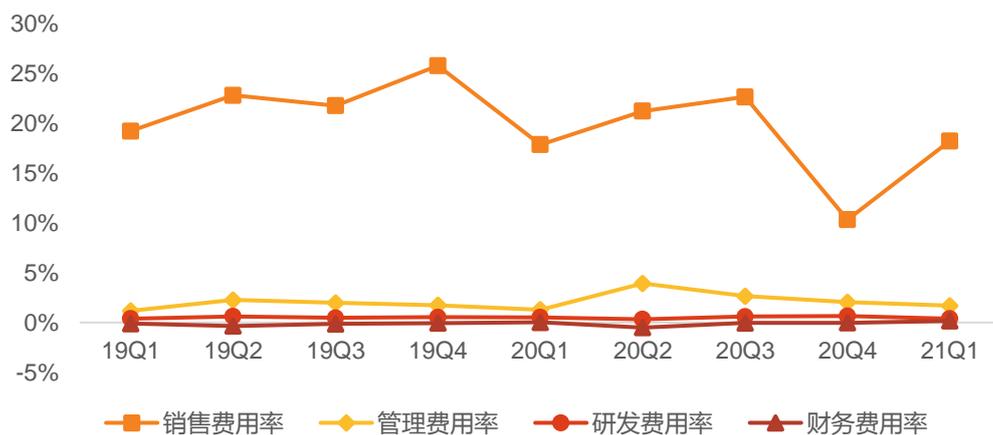
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 各季度毛利率和净利率



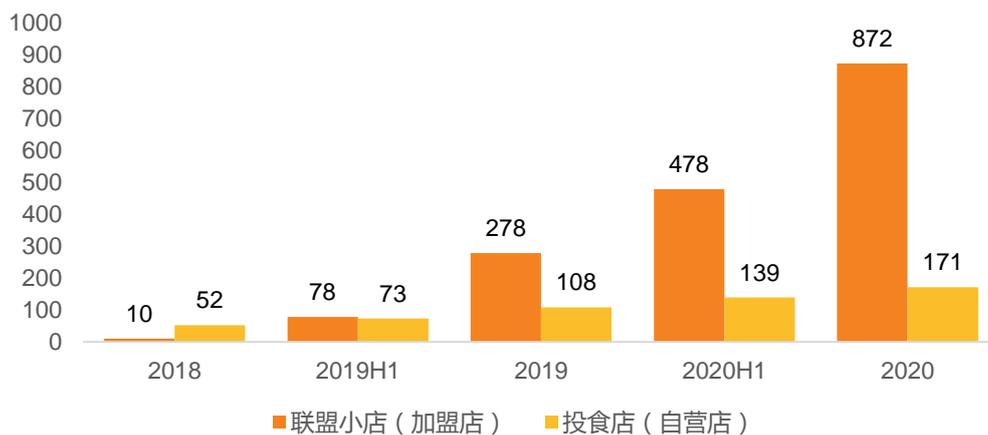
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 各季度费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	970.32	1,112.16	1,327.28	1,654.77	2,699.19	营业收入	10,173.02	9,794.12	12,368.69	15,775.46	19,911.75
应收票据及应收账款	260.30	226.13	51.54	544.95	90.96	营业成本	7,345.23	7,453.79	9,314.25	11,729.05	14,932.41
预付账款	74.41	64.57	117.15	97.20	183.68	营业税金及附加	51.21	33.10	53.62	67.04	79.41
存货	2,479.64	1,389.06	3,232.89	2,716.14	4,726.48	营业费用	2,297.82	1,712.25	2,115.05	2,714.96	3,381.02
其他	300.69	624.38	611.70	496.07	655.87	管理费用	174.94	221.06	230.78	307.23	402.91
<b>流动资产合计</b>	<b>4,085.37</b>	<b>3,416.31</b>	<b>5,340.55</b>	<b>5,509.13</b>	<b>8,356.18</b>	研发费用	50.22	52.52	62.55	80.75	103.13
长期股权投资	5.81	6.02	6.02	6.02	6.02	财务费用	(13.89)	(10.02)	(12.37)	(17.82)	(20.92)
固定资产	395.54	520.58	580.05	634.05	671.77	资产减值损失	(1.94)	(1.75)	(3.84)	(2.51)	(2.70)
在建工程	163.43	148.54	125.13	123.08	103.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	(66.67)	11.11	14.81
无形资产	116.37	113.58	109.94	106.30	102.65	投资净收益	10.45	23.31	13.15	15.64	17.37
其他	75.13	196.15	85.77	80.08	95.93	其他	(40.77)	(82.31)	5.71	(76.08)	(86.86)
<b>非流动资产合计</b>	<b>756.28</b>	<b>984.87</b>	<b>906.91</b>	<b>949.52</b>	<b>980.22</b>	<b>营业利润</b>	<b>299.73</b>	<b>392.16</b>	<b>656.46</b>	<b>946.09</b>	<b>1,091.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,841.65</b>	<b>4,401.19</b>	<b>6,247.46</b>	<b>6,458.66</b>	<b>9,336.41</b>	营业外收入	9.06	15.63	10.01	11.57	12.40
短期借款	145.25	0.00	80.00	85.00	88.00	营业外支出	1.57	7.26	3.40	4.08	4.91
应付票据及应付账款	1,788.65	1,381.17	2,643.77	2,373.32	4,023.41	<b>利润总额</b>	<b>307.22</b>	<b>400.53</b>	<b>663.07</b>	<b>953.58</b>	<b>1,098.67</b>
其他	725.91	635.12	937.69	841.80	1,323.69	所得税	68.47	99.20	178.70	247.64	285.65
<b>流动负债合计</b>	<b>2,659.81</b>	<b>2,016.29</b>	<b>3,661.46</b>	<b>3,300.13</b>	<b>5,435.10</b>	<b>净利润</b>	<b>238.75</b>	<b>301.32</b>	<b>484.37</b>	<b>705.93</b>	<b>813.01</b>
长期借款	250.00	229.00	30.00	25.00	40.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>238.75</b>	<b>301.32</b>	<b>484.37</b>	<b>705.93</b>	<b>813.01</b>
其他	36.55	59.49	43.02	46.36	49.62	每股收益(元)	0.60	0.75	1.21	1.76	2.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>286.55</b>	<b>288.49</b>	<b>73.02</b>	<b>71.36</b>	<b>89.62</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,946.36</b>	<b>2,304.78</b>	<b>3,734.48</b>	<b>3,371.48</b>	<b>5,524.73</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	553.91	553.91	553.91	553.91	553.91	营业收入	45.30%	-3.72%	26.29%	27.54%	26.22%
留存收益	1,494.29	1,695.40	2,111.98	2,686.17	3,410.68	营业利润	-24.66%	30.84%	67.39%	44.12%	15.34%
其他	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)	归属于母公司净利润	-21.43%	26.21%	60.75%	45.74%	15.17%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,895.29</b>	<b>2,096.40</b>	<b>2,512.98</b>	<b>3,087.17</b>	<b>3,811.68</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,841.65</b>	<b>4,401.19</b>	<b>6,247.46</b>	<b>6,458.66</b>	<b>9,336.41</b>	毛利率	27.80%	23.90%	24.69%	25.65%	25.01%
						净利率	2.35%	3.08%	3.92%	4.47%	4.08%
						ROE	12.60%	14.37%	19.27%	22.87%	21.33%
						ROIC	45.48%	23.07%	51.26%	58.38%	55.83%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	60.85%	52.37%	59.78%	52.20%	59.17%
净利润	238.75	301.32	484.37	705.93	813.01	净负债率	-30.30%	-42.09%	-48.42%	-50.01%	-67.44%
折旧摊销	56.03	76.97	27.59	31.69	35.15	流动比率	1.54	1.69	1.46	1.67	1.54
财务费用	4.23	3.93	(12.37)	(17.82)	(20.92)	速动比率	0.60	1.01	0.58	0.85	0.67
投资损失	(10.45)	(23.31)	(13.15)	(15.64)	(17.37)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(819.60)	818.75	(116.43)	(187.47)	331.60	应收账款周转率	36.08	40.27	89.09	52.89	62.62
其它	201.80	21.42	(66.67)	11.11	14.81	存货周转率	5.47	5.06	5.35	5.30	5.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>(329.24)</b>	<b>1,199.09</b>	<b>303.34</b>	<b>527.81</b>	<b>1,156.30</b>	总资产周转率	2.56	2.12	2.32	2.48	2.52
资本支出	151.78	129.41	76.47	76.67	46.73	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1.76	0.21	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.60	0.75	1.21	1.76	2.03
其他	(358.34)	(910.07)	10.01	(163.25)	(109.00)	每股经营现金流	-0.82	2.99	0.76	1.32	2.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>(204.80)</b>	<b>(780.44)</b>	<b>86.48</b>	<b>(86.59)</b>	<b>(62.26)</b>	每股净资产	4.73	5.23	6.27	7.70	9.51
债权融资	396.10	229.85	110.57	110.76	128.72	<b>估值比率</b>					
股权融资	558.65	10.02	12.37	17.82	20.92	市盈率	85.56	67.79	42.17	28.94	25.12
其他	(267.97)	(511.68)	(297.65)	(242.31)	(199.26)	市净率	10.78	9.74	8.13	6.62	5.36
<b>筹资活动现金流</b>	<b>686.78</b>	<b>(271.81)</b>	<b>(174.71)</b>	<b>(113.74)</b>	<b>(49.61)</b>	EV/EBITDA	71.48	34.48	33.47	20.01	16.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	79.58	38.34	35.17	20.71	16.89
<b>现金净增加额</b>	<b>152.73</b>	<b>146.84</b>	<b>215.12</b>	<b>327.49</b>	<b>1,044.42</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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