

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

三只松鼠 (300783.SZ)

首次评级

报告原因：一季报点评

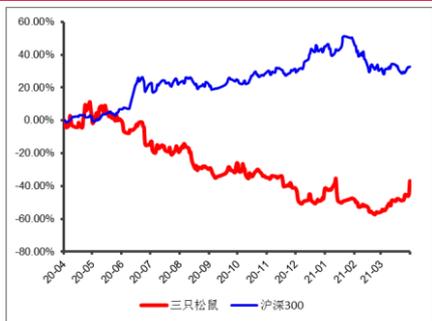
盈利水平提高，全渠道营收趋于均衡

买入

2021年4月22日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月22日

收盘价(元)：61.11

年内最高/最低(元)：61.13/34.26

流通A股/总股本(亿)：2.27/4.01

流通A股市值(亿)：139

总市值(亿)：245

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：0.79

每股净资产(元)：5.71

净资产收益率：14.19%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

➤ 2021年4月21日晚间发布一季度报告称，一季度归属于母公司所有者的净利润3.15亿元，同比增长67.57%；营业收入36.71亿元，同比增长7.58%；基本每股收益0.79元，同比增长68.09%。

事件点评

- 发力线下市场，优化线下结构，全渠道营收更趋均衡。公司2021第一季度实现营业收入36.71亿元，同比增长7.58%，归母净利润3.15亿元，同比增长67.57%。主要在于：1)持续发力线下市场，其营收占比提升至33.37%；(2)持续优化线上业务结构，在运营端，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，另一方面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。2021年一季度，抖音和拼多多新电商渠道实现占线上总营收比例8.55%；(3)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。2021年一季度小鹿蓝蓝全渠道营收达7913.00万元，其中线上贡献7292.50万元，线下贡献620.50万。
- 盈利能力创新高。公司持续通过“全渠道协同、全品类发展、多品牌探索、战略性合作”的四大战略布局，进而实现业绩的持续增长和盈利能力的进一步加强。公司2021Q1销售净利率为8.58%，同比增加3.07pct。2021Q1毛利率31.39%，同比4.24pct；2021Q1销售期间费用率为20.47%，同比增加0.78pct，其中销售费用率是18.22%，同比增加0.37pct；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0.02pct。
- 持续优化全品类结构，构建长期激励机制。公司围绕“坚果+精选零食”的心智定位，以精选零食扩充优质单品，构建全品类产品矩阵。公司推进坚果产品标签清洁化项目，联合以奇华顿为首的多家公司开展项目研发，并协同20余家上游供应链合作伙伴共同开展项目生产试验，最终实现以罗汉果粉等食品原料替代味精和甜蜜素、安赛蜜等甜味剂，简化配料标签，满足消费者健康化消费需求。同时，公司推进“Super坚果”系列研发，联合伙伴就生产工艺、设备设施进行深度合作，利用“饱和热能杀青技术”解决传统坚果产品难剥的消费痛点，实现在



保留坚果口感及营养的同时，使得坚果更好剥、更酥润、更入味，推动坚果行业生产技术升级革新。此外，以自有资金回购股份，用于实施股份激励及员工持股计划，构建长期激励机制，稳固核心人才团队，充分激发高潜力人才的积极性和创造性，保障公司长期经营目标达成。

### 投资建议

- 公司在“全渠道发展”、“新品牌探索”均按照年度计划取得预期成效，除此之外，公司在“产品打造和组织激励”方面也作出了积极推动，促进公司业绩持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 3.63 亿、4.46 亿、5.55 亿，EPS 分别为 0.90 元、1.11 元、1.38 元，对应当前股价，PE 分别为 67 倍、55 倍、44 倍。首次“买入”评级。

### 存在风险

- 原材料价格波动的风险、食品质量控制的风险、品牌被侵权的风险、公司组织能力不能适应战略调整的风险。

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
<b>流动资产</b>	3,416	5,641	5,962	6,262	<b>营业收入</b>	9,794	11,655	13,520	15,683
现金	1,112	1,166	1,369	1,568	营业成本	7,454	8,858	10,248	11,872
应收账款	270	530	462	560	营业税金及附加	33	40	46	53
其他应收款	51	51	62	74	销售费用	1,712	2,028	2,325	2,682
预付账款	65	59	65	59	管理费用	221	256	284	314
存货	1,389	3,689	4,268	4,944	财务费用	(10)	31	64	65
其他流动资产	530	147	(263)	(944)	资产减值损失	(2)	0	0	(0)
<b>非流动资产</b>	985	849	631	307	公允价值变动收益	0	11	11	11
长期投资	6	5	6	6	投资净收益	23	23	23	23
固定资产	521	488	455	422	<b>营业利润</b>	392	476	587	732
无形资产	114	106	99	92	营业外收入	16	15	15	15
其他非流动资产	345	250	71	(212)	营业外支出	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	4,401	6,490	6,593	6,569	<b>利润总额</b>	401	484	595	740
<b>流动负债</b>	2,016	3,774	3,478	2,975	所得税	99	121	149	185
短期借款	0	1,378	1,378	1,537	<b>净利润</b>	301	363	446	555
应付账款	1,381	2,053	2,257	2,522	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	635	342	(157)	(1,084)	<b>归属母公司净利润</b>	301	363	446	555
<b>非流动负债</b>	288	257	209	134	<b>EBITDA</b>	444	547	690	836
长期借款	229	229	229	229	<b>EPS (元)</b>	0.75	0.90	1.11	1.38
其他非流动负债	59	28	(20)	(95)					
<b>负债合计</b>	2,305	4,030	3,687	3,109	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	401	401	401	401	<b>成长能力</b>				
资本公积	554	554	554	554	营业收入	-3.72%	19.00%	16.00%	16.00%
留存收益	1,141	1,504	1,950	2,505	营业利润	30.84%	21.33%	23.33%	24.70%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	26.21%	20.42%	22.95%	24.36%
益	2,096	2,459	2,905	3,460	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4,401	6,490	6,593	6,569	毛利率(%)	23.90%	24.00%	24.20%	24.30%
					净利率(%)	3.08%	3.11%	3.30%	3.54%
					ROE(%)	14.37%	14.75%	15.35%	16.03%
					ROIC(%)	23.12%	40.47%	12.28%	13.05%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	52.37%	62.10%	55.93%	47.33%
					净负债比率(%)	68.60%	36.98%	36.28%	14.77%
					流动比率	1.69	1.49	1.71	2.10
					速动比率	1.01	0.52	0.49	0.44
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.12	2.14	2.07	2.38
					应收账款周转率	40.94	33.44	30.73	35.36
					应付账款周转率	6.18	6.79	6.27	6.56
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,199	(1,304)	266	108
净利润	301	363	446	555
折旧摊销	77	41	40	40
财务费用	4	31	64	65
投资损失	(23)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	793	(1,727)	(272)	(539)
其他经营现金流	47	11	11	11
<b>投资活动现金流</b>	(780)	90	11	8
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	1	(0)	0
其他投资现金流	(780)	90	12	8



筹资活动现金流	(272)	1,347	(64)	94	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.90	1.11	1.38
短期借款	(145)	1,378	(0)	159	每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	(3.25)	0.66	0.27
长期借款	(21)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.23	6.13	7.25	8.63
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	81.3	67.5	54.9	44.2
其他筹资现金流	(106)	(31)	(63)	(65)	P/B	11.7	10.0	8.4	7.1
现金净增加额	147	133	214	211	EV/EBITDA	34.56	47.62	37.97	31.90

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

