

## 公司研究

## 21Q1 业绩超出预期，新增长曲线值得期待

## ——三只松鼠 (300783.SZ) 2021 年一季报点评

## 要点

**事件：**2021年4月21日，三只松鼠公布2021年一季报。21Q1公司实现营收/归母净利润36.71/3.15亿元，同比+7.58%/+67.57%，公司业绩超出市场预期。

**线下营收提速，线上多渠道平衡发展。**公司未来的增长动力分为三条曲线，第一增长曲线是深耕传统电商，第二增长曲线是发力线下和新电商，第三增长曲线是以新品牌探索新赛道。从第二增长曲线来看，1) **线下渠道：**21Q1线下业务发展速度加快，营收占比提升至33.37%，提前达成2021年线下业务占比达33%-35%的目标。分渠道类型来看，21Q1投食店/联盟小店/新分销渠道营收分别增长29.64%/167.24%/73.41%，均快于整体营收增速。高增速来自公司优化投食店供应链效率；对联盟小店的优势区域进行深耕；对新分销渠道优化管理体系和精准匹配定制产品。2) **线上渠道：**公司积极开拓新电商渠道，如抖音、拼多多等。21Q1拼多多渠道实现营收超5000万元；抖音年货节直播业务销售额1.82亿元；社区团购业务已覆盖近30座城市，实现营收近千万元。

**新品牌发力，有望继续贡献增量。**从第三增长曲线来看，21Q1婴童食品新品牌小鹿蓝蓝实现营收7913万元，环比增长57.2%，其中线上/线下分别占92.16%/7.84%，线上去中心化背景下实现多渠道覆盖，线下终端超6000个，线下销量占比已接近10%。小鹿蓝蓝着力打造大单品，上线至今已拥有5款千万级单品和27款百万级单品，已连续7个月稳居全网宝宝零食销量冠军，今年公司将继续重点打造小鹿蓝蓝。

**产品结构优化带动毛利率提升，盈利能力有效改善。**1) 21Q1公司毛利率为31.39%，同比+4.24pct，主要系公司使用前后台内部结算模式，保证前端价格的稳定性，该模式下毛利率的改善具有一定持续性。2) 21Q1公司销售费用率为18.22%，同比+0.37pct，主要系抖音年货节增加广告费用投放。3) 21Q1公司管理费用率为1.70%，同比+0.41pct，主要系公司固定费用增加。4) 21Q1实现净利率为8.58%，同比+3.07pct，公司逐渐走出疫情影响，盈利能力大幅改善。考虑线下渠道经营提速、线上新电商渠道释放活力、新品牌持续发力、2020年业绩基数较低等因素，我们认为公司2021年业绩增速能有较好表现。考虑公司会加强对费用投放效果的管控，利润有望释放。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司第二、第三增长曲线持续发力，战略规划清晰，上调公司2021-23年归母净利润预测为4.15/5.36/6.81亿元（较原预测分别上调17.23%/21.27%/27.29%），折合2021-2023年EPS为1.04/1.34/1.70元，当前股价对应P/E分别为53x/41x/32x，维持“增持”评级。

**风险提示：**流量入口增加，获客成本增加超预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,173	9,794	11,612	13,542	15,530
营业收入增长率	45.30%	-3.72%	18.56%	16.62%	14.68%
净利润(百万元)	239	301	415	536	681
净利润增长率	-21.43%	26.21%	37.83%	29.04%	26.99%
EPS(元)	0.60	0.75	1.04	1.34	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.60%	14.37%	17.23%	18.88%	20.14%
P/E	91	72	53	41	32
P/B	11.5	10.4	9.1	7.7	6.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-23

## 增持（维持）

当前价：54.41元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

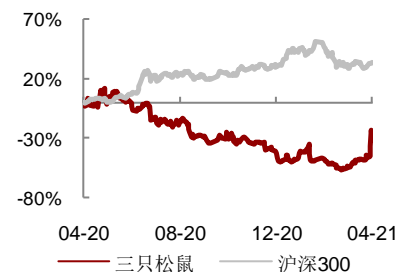
021-52523689

chenyt@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.01
总市值(亿元)	218.18
一年最低/最高(元)	34.26/91.31
近3月换手率	49.43%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	46.57	26.04	-63.67
绝对	49.08	17.33	-29.57

资料来源：Wind

## 相关研报

净利润持续改善，加码线下市场——三只松鼠 (300783.SZ) 年报业绩点评 (2021-03-29)  
收入阶段性承压，锐意转型拉开战略调整序幕——三只松鼠 (300783.SZ) 三季度业绩点评 (2020-10-24)  
线上线下渠道持续调整中，供应链能力进一步加强——三只松鼠 (300783.SZ) 2020 年中期业绩点评 (2020-08-22)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,173	9,794	11,612	13,542	15,530
营业成本	7,345	7,454	8,723	10,086	11,490
折旧和摊销	36	45	55	66	78
税金及附加	51	33	39	46	52
销售费用	2,298	1,712	2,025	2,354	2,682
管理费用	175	221	262	306	351
研发费用	50	53	65	78	93
财务费用	-14	-10	19	38	39
投资收益	10	23	23	23	23
营业利润	300	392	541	701	893
利润总额	307	401	552	712	905
所得税	68	99	137	176	224
净利润	239	301	415	536	681
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	239	301	415	536	681
EPS(按最新股本计)	0.60	0.75	1.04	1.34	1.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-329	1,199	-444	450	657
净利润	239	301	415	536	681
折旧摊销	36	45	55	66	78
净营运资金增加	959	-451	372	359	316
其他	-1,563	1,304	-1,286	-511	-417
投资活动产生现金流	-205	-780	-193	-302	-277
净资本支出	-215	-324	-250	-250	-250
长期投资变化	6	6	0	0	0
其他资产变化	4	-462	57	-52	-27
融资活动现金流	687	-272	686	44	-182
股本变化	41	0	0	0	0
债务净变化	146	-166	796	180	-13
无息负债变化	816	-475	303	252	325
净现金流	152	147	49	193	199

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	23.9%	24.9%	25.5%	26.0%
EBITDA 率	3.3%	4.6%	5.1%	5.8%	6.4%
EBIT 率	2.8%	3.8%	4.6%	5.3%	5.9%
税前净利润率	3.0%	4.1%	4.8%	5.3%	5.8%
归母净利润率	2.3%	3.1%	3.6%	4.0%	4.4%
ROA	4.9%	6.8%	7.1%	8.0%	9.0%
ROE (摊薄)	12.6%	14.4%	17.2%	18.9%	20.1%
经营性 ROIC	9.4%	13.3%	11.7%	13.4%	15.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	52%	59%	57%	55%
流动比率	1.54	1.69	1.25	1.27	1.33
速动比率	0.60	1.01	0.71	0.72	0.76
归母权益/有息债务	4.78	9.12	2.35	2.35	2.83
有形资产/有息债务	11.79	18.26	4.64	4.62	5.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,842	4,401	5,815	6,675	7,529
货币资金	970	1,112	1,161	1,354	1,553
交易性金融资产	0	100	0	0	0
应收帐款	260	218	278	313	365
应收票据	0	8	0	0	0
其他应收款 (合计)	41	51	54	67	74
存货	2,480	1,389	1,627	1,882	2,143
其他流动资产	260	473	564	658	757
流动资产合计	4,085	3,416	3,760	4,361	4,993
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	396	521	587	664	747
在建工程	163	149	216	267	305
无形资产	116	114	157	198	236
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	105	121	121	121
非流动资产合计	756	985	2,055	2,314	2,536
总负债	2,946	2,305	3,404	3,837	4,149
短期借款	145	0	797	978	965
应付账款	1,789	1,381	1,616	1,869	2,129
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	233	0	133	77	133
其他流动负债	-2	27	28	28	29
流动负债合计	2,660	2,016	3,016	3,439	3,741
长期借款	250	229	229	229	229
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	59	69	78	88
非流动负债合计	287	288	388	397	407
股东权益	1,895	2,096	2,411	2,839	3,380
股本	401	401	401	401	401
公积金	650	671	712	754	754
未分配利润	844	1,025	1,298	1,683	2,224
归属母公司权益	1,895	2,096	2,411	2,839	3,380
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.59%	17.48%	17.44%	17.38%	17.27%
管理费用率	1.72%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
财务费用率	-0.14%	-0.10%	0.16%	0.28%	0.25%
研发费用率	0.49%	0.54%	0.56%	0.58%	0.60%
所得税率	22%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.25	0.27	0.35	0.44
每股经营现金流	-0.82	2.99	-1.11	1.12	1.64
每股净资产	4.73	5.23	6.01	7.08	8.43
每股销售收入	25.37	24.42	28.96	33.77	38.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	91	72	53	41	32
PB	11.5	10.4	9.1	7.7	6.5
EV/EBITDA	70.0	52.6	38.9	29.4	23.3
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE