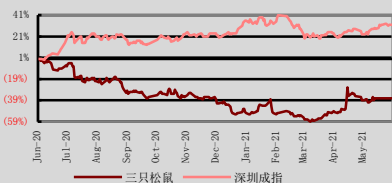


300783.SZ
买入

市场价格：人民币 49.18

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.3	18.1	23.0	(39.1)
相对深证成指	25.1	11.4	19.8	(72.1)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	20,924
3个月日均交易额(人民币 百万)	156
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
章燎源	40

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年5月20日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料
证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517040002

联系人：董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号 S1300120070024

三只松鼠

八年创造百亿规模，全渠道多品牌布局带来竞争优势

三只松鼠是一家全渠道经营、全品类覆盖、以休闲食品为核心的多品牌公司，向消费者提供丰富可选的休闲食品与服务，也是首家营收规模突破百亿的本土休闲零食公司。我们认为公司全渠道、全品类、多品牌的布局将带来竞争优势，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **以线上起家，八年创造百亿规模。**公司创立于2012年，创立之初即定位于通过互联网渠道为消费者提供健康优质的休闲食品。在互联网不断普及、网络购物迅速发展的背景下，公司借助着休闲零食消费升级的趋势、凭借着品牌和品类的优势，创立8年即达成了百亿的销售规模，是国内首家达成百亿销售规模的本土休闲零食企业。
- **从线上走向全渠道，多元化销售渠道积极探索。**公司以线上渠道起家，建立了成熟完善的线上销售网络，目前已覆盖天猫商城、京东、苏宁易购、1号店、唯品会、当当、拼多多、零售通等主流平台。公司大力发展线下渠道，线下门店数量超过1000家，新分销业务覆盖超40万终端。公司已初步构建起线上线下全渠道协同发展的体系，线上渠道多平台平衡发展，线下渠道加速布局，预计线下渠道营收占比有望提升至33-35%。
- **全品类+多品牌布局带来竞争优势。**品类方面，公司持续聚焦“坚果心智+精选零食”的产品矩阵定位，提供包括坚果、果干、烘焙、肉食等在内的400余款精选零食。品牌方面，公司注重品牌IP化打造，树立品牌形象，占领消费者心智，并孵化“小鹿蓝蓝”与“养了个毛孩”等新品牌，抢占新赛道。
- **联盟工厂构建产业联合体，提升供应链整体效率。**公司与战略供应商采取联盟工厂的方式结为利益共同体，加强产品的全链路生产管理。联盟工厂的建成将实现制造、加工、仓配、物流等的一体化，有助于实现品质效率、成本效率、流通效率、产品效率的综合提升，实现整条供应链的价值创造。

估值

- 预计2021-23年EPS为1.27、1.61、2.02元，同比增69.6%、26.5%、25.1%，对应PE为40.9x、32.4x、25.9x。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 新品推广不及预期、原材料价格波动、食品安全问题。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	10,173	9,794	11,266	13,058	15,133
变动(%)	45	(4)	15	16	16
净利润(人民币 百万)	239	301	511	647	809
全面摊薄每股收益(人民币)	0.595	0.751	1.274	1.613	2.017
变动(%)	(21.4)	26.2	69.6	26.5	25.1
全面摊薄市盈率(倍)	87.6	69.4	40.9	32.4	25.9
价格/每股现金流量(倍)	(63.6)	17.5	47.4	21.6	36.8
每股现金流量(人民币)	(0.82)	2.99	1.10	2.41	1.42
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.6	52.5	30.5	23.7	18.7
每股股息(人民币)	0.000	0.250	0.319	0.403	0.504
股息率(%)	n.a.	0.5	0.6	0.8	1.0

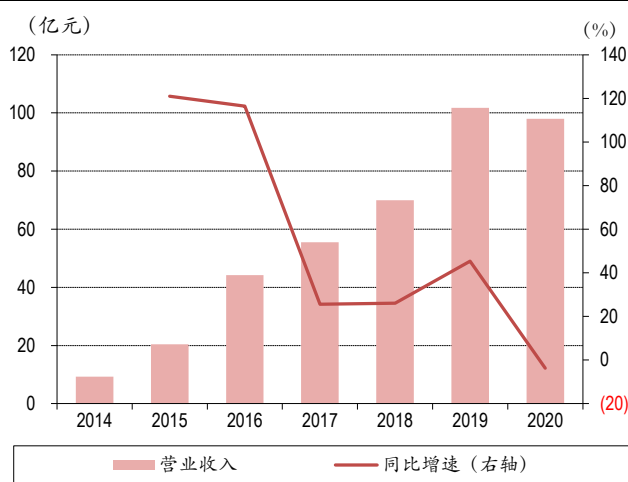
资料来源：公司公告，中银证券预测

以线上起家，八年创造百亿规模

公司是一家全渠道经营、全品类覆盖、以休闲食品为核心的多品牌公司，向消费者提供丰富可选的休闲食品与服务。公司创立于 2012 年，总部位于安徽芜湖。公司创立之初即定位于通过互联网渠道为消费者提供健康优质的休闲食品。经过 9 年的发展，公司成长为一家全渠道经营、全品类覆盖、以休闲食品为核心的多品牌公司，提供包括坚果、果干、烘焙、肉食等在内的 400 余款精选零食，并拥有休闲零食品牌“三只松鼠”、婴童零食品牌“小鹿蓝蓝”、宠物食品品牌“养了个毛孩”等子品牌，向消费者提供丰富可选的休闲食品与服务。

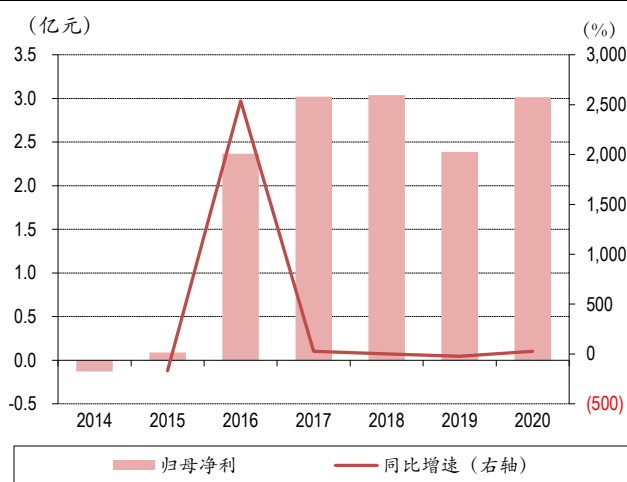
收入规模快速增长，八年创造百亿规模。在互联网不断普及、网络购物迅速发展的背景下，公司借助着休闲零食消费升级的趋势、凭借着品牌和品类的优势，创立 8 年即达成了百亿的销售规模，是国内首家达成百亿销售规模的本土休闲零食企业。2014-2019 年，公司营收年复合增长率超过 160%。2020 年流量去中心化趋势下，公司线上业务收入下降，但线下业务增长迅速，填补了线上业务的空缺。2020 年公司归母净利润超过 3 亿元，同比+26%。

图表 45. 三只松鼠营收及增速情况 (2014-2020)



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 三只松鼠归母净利润及增速情况 (2014-2020)



资料来源：万得，中银证券

从线上走向全渠道，多元化销售渠道积极探索

公司以线上渠道起家，建立了成熟完善的线上销售网络。公司主要的线上销售渠道包括各类第三方 B2C 在线商城及自营手机 APP。第三方在线商城方面，公司已覆盖天猫商城、京东、苏宁易购、1 号店、唯品会、当当、拼多多、零售通等主流平台，并主要通过自营品牌旗舰店的形式为消费者提供统一的购物体验。同时，公司于 2015 年 7 月上线自营手机 APP，方便消费者通过移动互联网随时随地下单购买。

大力发展线下渠道，线下门店数量超过 1000 家，新分销业务覆盖超 40 万终端。2020 年，公司对联盟小店出台多项支持政策，并推出县城承包制，在全国化品牌势能的牵引下，保持快速拓店速度，实现区域密度化布局。截至 2020 年末，公司线下店铺数量合计超 1000 家，其中投食店 171 家，联盟小店 872 家。新分销业务方，公司通过以零售通、新通路为主的线上分销和以区域分销、KA 商超、连锁便利店等为主的线下分销，实现覆盖超 40 万终端。公司线下营收占比大幅提升，从 2017 年的 4.5% 提升至 2020 年的 26%，占比未来有望持续提升。

线上渠道多平台平衡发展，线下渠道加速布局。线上渠道方面，公司将持续夯实电商领先优势，发力新电商渠道，实现线上渠道多平台的平衡发展。其中，抖音渠道将侧重打造超级直播间，并同步开启超级主播计划，拼多多渠道将侧重进行货品及供应链的匹配，挖掘渠道潜力。线下渠道方面，投食店和联盟小店明确分工：投食店将围绕品牌 IP 和用户体验进一步明确定位，承担高势能覆盖职责，从而打造更加立体的品牌形象和深度的用户体验交互；联盟小店则将进一步扩张版图，承担起以投食店为中心的区域高密度覆盖职责，预计 2021 年新开店 800-1000 家。新分销业务将通过线上分销平台及线下夫妻店、便利店、连锁 KA 等的覆盖，渗透全国超 100 万销售终端。公司已初步构建起线上线下全渠道协同发展的体系，预计线下渠道营收占比有望提升至 33-35%。

全品类+多品牌布局带来竞争优势

品类方面，公司持续聚焦“坚果心智+精选零食”的产品矩阵定位，充分发挥坚果品类的行业领先优势，深化三只松鼠坚果心智。坚果是公司最具竞争力的优势品类，2020 年销售额达 48.5 亿元，其中，每日坚果销售超 10 亿元，位列天猫混合坚果品类 TOP1。此外，公司打造了夏威夷果、碧根果、手剥巴旦木、纸皮核桃、开心果、炭烧腰果、猪肉脯、蜀香牛肉、芒果干、手撕面包等过亿级大单品，共同构成三只松鼠“坚果+精选零食”的丰富产品矩阵。

品牌方面，公司注重品牌 IP 化打造，树立品牌形象，占领消费者心智。公司以“小酷、小美、小贱”三只小松鼠为原型，构建起人格化的品牌形象，并衍生出趣味周边、动画片、抖音短视频内容矩阵等内容，不断赋予品牌新的生命力。此外，公司还通过广告投放、社交媒体宣传、影视剧植入、跨界合作等方式与消费者互动，进一步拉近品牌和消费者的距离，实现松鼠 IP 从平面到立体、从虚拟到现实的跨越。

“小鹿蓝蓝”与“养了个毛孩”等新品牌相继孵化，抢占新赛道。“三只松鼠”品牌形象的成功打造，证明了公司品牌塑造的功力。面对“三只松鼠”品牌不足以延展和覆盖的新赛道，公司通过打造新品牌的方式，构建起多品牌协同运营模式。其中，婴童零食品牌“小鹿蓝蓝”于 2020 年 6 月上线，上线 22 天夺得宝宝零食行业销量第一，上线 55 天日销破百万，全年实现营收接近 5500 万元。

图表 47. “三只松鼠”品牌产品矩阵



资料来源：公司年报，中银证券

图表 48. “小鹿蓝蓝”品牌品牌形象



资料来源：公司年报，中银证券

联盟工厂构建产业联合体，提升供应链整体效率

加强产品全链路生产管理，公司与通过联盟工厂的形式与战略供应商结合为利益共同体。传统的代工模式下，委托方于受委托方属于不同的利益相关方，在保障产品质量与控制生产成本中存在着天然的矛盾，为产品质量控制带来了挑战。公司与战略供应商采取联盟工厂的方式结为利益共同体，加强产品的全链路生产管理。

通过联盟工厂向制造端深透，提升供应链整体效率。联盟工厂的建成将实现制造、加工、仓配、物流等的一体化，有助于实现品质效率、成本效率、流通效率、产品效率的综合提升，实现整条供应链的价值创造。同时，联盟工厂模式有助于更好地把控生产的各个环节，强化产品品质。

盈利预测与投资评级

盈利预测与核心假设

我们对三只松鼠未来盈利情况进行了如下假设：

1. 产品方面，坚果、烘焙、肉制品等主营业务保持稳健增长，婴童零食等新品类增速更快。
2. 毛利率方面，剔除运费统计口径调整带来的影响，预计真实毛利率随着规模的提升以及联盟工厂带来的效率提升而提升。
3. 费用率方面，公司仍处在快速发展阶段，在渠道建设、品牌宣传等方面面临着较大的支出，预计费用率保持稳定。长期来看，随着组织结构和管理体系的不断优化，费用率将有所下降。

图表 49.三只松鼠收入预测表

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	7,001	10,173	9,794	11,266	13,058	15,133
同比增速(%)	26	45	(4)	15	16	16
毛利率(%)	28.2	27.8	23.9	26.1	26.7	27.3
坚果	3,696	5,443	4,848	5,430	6,028	6,630
同比增速(%)	5	47	(11)	12	11	10
毛利率(%)	28.3	26.0	22.3	24.5	24.8	25.0
烘焙	-	1,632	1,618	1,780	1,957	2,153
同比增速(%)	-	-	(1)	10	10	10
毛利率(%)	-	28.8	23.3	25.5	25.8	26.0
肉制品	-	1,232	1,297	1,427	1,570	1,727
同比增速(%)	-	-	5	10	10	10
毛利率(%)	-	28.1	23.0	26.0	26.5	27.0
综合	-	927	1,148	1,493	2,090	2,926
同比增速(%)	-	-	24	30	40	40
毛利率(%)	-	34.1	31.1	32.0	32.5	33.0
果干	493	844	773	1,005	1,257	1,508
同比增速(%)	19	71	(8)	30	25	20
毛利率(%)	24.6	28.3	22.8	25.0	25.5	26.0
其他业务	23	94	109	130	156	188
同比增速(%)	(1)	314	15	20	20	20
毛利率(%)	68.0	41.3	47.0	45.0	47.0	50.0

资料来源：万得，中银证券预测

相对估值和投资评级

预计 2021-23 年 EPS 为 1.27、1.61、2.02 元，同比增 69.6%、26.5%、25.1%，对应 PE 为 40.9x、32.4x、25.9x。首次覆盖给予买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	10,173	9,794	11,266	13,058	15,133
销售成本	7,345	7,454	8,323	9,569	10,997
经营费用	2,321	1,698	1,743	1,939	2,155
息税折旧前利润	310	398	687	882	1,117
折旧及摊销	56	77	87	107	127
经营利润(息税前利润)	254	321	600	775	990
净利息收入/(费用)	9	8	0	0	0
其他收益/(损失)	2	17	19	21	23
税前利润	307	401	679	860	1,075
所得税	68	99	168	213	266
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	239	301	511	647	809
核心净利润	239	301	511	647	809
每股收益(人民币)	0.595	0.751	1.274	1.613	2.017
核心每股收益(人民币)	0.595	0.751	1.274	1.613	2.017
每股股息(人民币)	0.000	0.250	0.319	0.403	0.504
收入增长(%)	45	(4)	15	16	16
息税前利润增长(%)	(25)	27	87	29	28
息税折旧前利润增长(%)	(20)	29	72	28	27
每股收益增长(%)	(21)	26	70	27	25
核心每股收益增长(%)	(21)	26	70	27	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	970	1,112	1,140	1,651	1,711
应收帐款	260	226	407	295	510
库存	2,480	1,389	2,741	2,113	3,468
其他流动资产	375	689	504	587	646
流动资产总计	4,085	3,416	4,792	4,645	6,335
固定资产	602	724	1,014	1,255	1,497
无形资产	116	114	78	88	96
其他长期资产	38	147	162	178	196
长期资产总计	756	985	1,254	1,521	1,788
总资产	4,842	4,401	6,046	6,166	8,123
应付帐款	2,514	1,769	2,960	2,517	3,779
短期债务	145	0	0	0	0
其他流动负债	1	247	247	247	247
流动负债总计	2,660	2,016	3,208	2,764	4,026
长期借款	250	229	229	229	229
其他长期负债	37	59	62	66	69
股本	401	401	401	401	401
储备	1,494	1,695	2,146	2,706	3,398
股东权益	1,895	2,096	2,547	3,107	3,799
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,842	4,401	6,046	6,166	8,123
每股帐面价值(人民币)	4.73	5.23	6.35	7.75	9.47
每股有形资产(人民币)	10.00	7.91	10.62	10.43	14.06
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	307	401	679	860	1,075
折旧与摊销	56	77	87	107	127
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(423)	380	(371)	286	(344)
税金	(71)	(121)	(168)	(213)	(266)
其他经营现金流	(7)	(6)	214	(72)	(24)
经营活动产生的现金流	(329)	1,199	442	968	568
购买固定资产净值	(216)	(325)	(341)	(358)	(376)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,556)	(2,411)	(15)	(16)	(18)
投资活动产生的现金流	(205)	(780)	(356)	(374)	(394)
净增权益	564	3	41	43	45
净增债务	145	(168)	0	0	0
支付股息	(3)	(103)	(100)	(128)	(162)
其他融资现金流	(19)	(5)	1	2	3
融资活动产生的现金流	687	(272)	(58)	(83)	(114)
现金变动	154	142	28	511	60
期初现金	817	970	1,112	1,140	1,651
公司自由现金流	(588)	839	(175)	616	149
权益自由现金流	(433)	680	(167)	628	161

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.0	4.1	6.1	6.8	7.4
息税前利润率(%)	2.5	3.3	5.3	5.9	6.5
税前利润率(%)	3.0	4.1	6.0	6.6	7.1
净利率(%)	2.3	3.1	4.5	5.0	5.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	1.5	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.0	0.6	0.9	0.7
估值					
市盈率(倍)	87.6	69.4	40.9	32.4	25.9
核心业务市盈率(倍)	87.6	69.4	40.9	32.4	25.9
市净率(倍)	11.0	10.0	8.2	6.7	5.5
价格/现金流(倍)	(63.6)	17.5	47.4	21.6	36.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.6	52.5	30.5	23.7	18.7
周转率					
存货周转天数	89.0	72.1	66.9	67.8	67.3
应收帐款周转天数	9.3	9.1	10.3	9.8	9.7
应付帐款周转天数	90.2	79.8	76.6	76.6	75.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	33.3	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	15.9	15.1	22.0	22.9	23.4
资产收益率(%)	5.4	5.9	9.8	10.8	11.8
已运用资本收益率(%)	14.4	14.3	23.5	25.4	26.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测