

三只松鼠 (300783)

公司研究/点评报告

多因素驱动 21H1 业绩高增，股权激励推升长期确定性

—三只松鼠 (300783) 2021 年半年度业绩预告点评

点评报告/食品饮料

2021 年 07 月 16 日

一、事件概述

7 月 14 日公司发布 2021 年半年度业绩预告，预计 21H1 归母净利润为 3.40~3.65 亿元，同比+81.03%~94.34%，扣非归母净利润为 2.51~2.76 亿元，同比+63.63%~79.93%。

二、分析与判断

➤ 产品、物流多方面改善驱动 21H1 业绩高增

21H1 公司预计实现归母净利润 3.40~3.65 亿元，同比+81.03%~94.34%，实现扣非归母净利润为 2.51~2.76 亿元，同比+63.63%~79.93%。折合 21Q2 实现归母净利润 0.25~0.50 亿元，去年同期为-19 万元，同比扭亏为盈；折合 21Q2 实现扣非归母净利润-0.27~-0.02 亿元，去年同期为-0.31 亿元，同比改善。公司上半年业绩高增，我们认为主要得益于：

(1) 公司主动寻求高质量增长，加强价格管理及货品管理，提升毛利率。(2) 优化物流仓储模式，提升物流效率，降低物流费用。(3) 精简 SKU 带来运营效率和整体产品竞争力的提升，缩减长尾产品，实现资源集中化发展。(4) 公司 Q2 业绩表现相对优于休闲零食行业，在于松鼠渠道仍高度集中于线上，受线下流量减退影响较小。

➤ 线下渠道扩张，多品牌布局，带来长期成长看点

渠道层面，松鼠由单一线上渠道拓展至线上线下同步发展，2020 年末松鼠已有线下直营投食店 171 家，联盟小店 872 家，计划 2021 年新开 800-1000 家联盟小店。虽然线下受客流量缩减，单店营收规模有限，但长远看发展线下渠道，减小线上单一渠道依赖，实现多渠道协同仍是长期稳健发展必需。

品牌层面，三只松鼠主品牌覆盖坚果+零食全品类，此外同步开发“小鹿蓝蓝”、“养了个毛孩”等复线品牌，分别定位婴童零食、宠物食品等蓝海市场高增赛道，目前子品牌培育效果明显，销量及复购表现良好，有望在未来进一步规模放量。

➤ 股权激励+持股计划，绑定核心员工利益

公司于 6 月 18 日发布股权激励及事业合伙人持股计划。限制性股票激励计划以 25.30 元/股价格授予核心骨干及高潜人才 208 人共 111.58 万股，设立两档业绩考核目标，业绩考核目标 A（对应归属系数 100%）以 2020 年为基础，2021-2023 年收入增速分别不低于 14%/28%/63%，利润增速分别不低于 50%/80%/161%；业绩考核目标 B（对应归属系数 90%）以 2020 年为基础，3 年收入增速分别不低于 10%/20%/44%，利润增速分别不低于 35%/49%/100%。事业合伙人计划将以 0 元向公司核心管理层、技术及业务人员共计 22 人受让 385.16 万股。此次股权激励及持股计划深度绑定管理层及高潜人才利益，将充分调动员工积极性。业绩目标超预期，并着重强调盈利水平提升，预计将推动公司盈利能力增强，基本面向好发展。

三、投资建议

我们暂时维持此前盈利预测不变。预计 2021-2023 年公司实现收入 113.42/134.51/156.97 亿元，同比+15.8%/+18.6%/+16.7%；实现归母净利润 4.42/5.59/7.16 亿元，同比+46.7%/+26.4%/+28.2%，EPS 分别为 1.10/1.39/1.79 元，对应 PE 分别为 40X/31X/24X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 34 倍（Wind 一致预期，算数平均法），虽然公司估值略高于休闲食品板块平均水平，但考虑到公司成长性依然优异，且股权激励高业绩目标有望带动利润端弹性显著释放，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

市场拓展不及预期、新品牌孵化不及预期、原材料价格波动风险、食品安全风险等。

推荐

维持评级

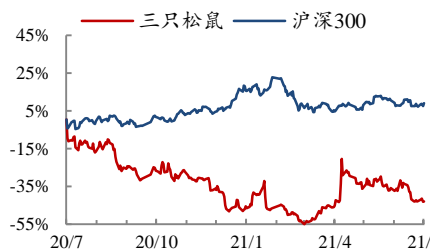
当前价格： 43.46 元

交易数据

2021-7-15

近 12 个月最高/最低(元)	77.25/34.43
总股本 (百万股)	401
流通股本 (百万股)	227
流通股比例 (%)	56.60
总市值 (亿元)	174
流通市值 (亿元)	99

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

- 1.三只松鼠 (300783) 2021 年一季度点评：盈利水平大幅改善，线下扩张+子品牌孵化值得期待
- 2.三只松鼠 (300783) 2019 三季度点评：Q3 收入高增持续，业绩受非经扰动影响

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,794	11,342	13,451	15,697
增长率 (%)	-3.7%	15.8%	18.6%	16.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	301	442	559	716
增长率 (%)	26.2%	46.7%	26.4%	28.2%
每股收益 (元)	0.75	1.10	1.39	1.79
PE (现价)	57.9	39.4	31.2	24.3
PB	8.3	6.9	5.6	4.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,794	11,342	13,451	15,697
营业成本	7,454	8,427	9,967	11,585
营业税金及附加	33	38	45	53
销售费用	1,712	2,047	2,408	2,794
管理费用	221	238	276	314
研发费用	53	68	74	78
EBIT	321	523	681	873
财务费用	(10)	0	5	(11)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	23	16	18	18
营业利润	392	580	735	944
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	401	588	743	952
所得税	99	146	184	236
净利润	301	442	559	716
归属于母公司净利润	301	442	559	716
EBITDA	398	573	731	923
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1112	686	2213	1820
应收账款及票据	226	310	345	404
预付款项	65	78	92	106
存货	1389	2871	2214	3695
其他流动资产	473	473	473	473
流动资产合计	3416	4558	5508	6659
长期股权投资	6	22	40	58
固定资产	521	521	521	521
无形资产	114	110	106	103
非流动资产合计	985	942	911	880
资产合计	4401	5500	6420	7539
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1381	1839	2108	2426
其他流动负债	27	27	27	27
流动负债合计	2016	2673	3034	3437
长期借款	229	229	229	229
其他长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	288	288	288	288
负债合计	2305	2961	3322	3726
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2096	2539	3097	3813
负债和股东权益合计	4401	5500	6420	7539

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-3.7%	15.8%	18.6%	16.7%
EBIT 增长率	26.7%	62.8%	30.2%	28.2%
净利润增长率	26.2%	46.7%	26.4%	28.2%
盈利能力				
毛利率	23.9%	25.7%	25.9%	26.2%
净利润率	3.1%	3.9%	4.2%	4.6%
总资产收益率 ROA	6.8%	8.0%	8.7%	9.5%
净资产收益率 ROE	14.4%	17.4%	18.0%	18.8%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	0.6	1.1	0.9
现金比率	0.6	0.3	0.8	0.6
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	8.8	9.6	9.4	9.4
存货周转天数	93.4	91.0	91.8	91.8
总资产周转率	2.1	2.3	2.3	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.1	1.4	1.8
每股净资产	5.2	6.3	7.7	9.5
每股经营现金流	2.9	(1.1)	3.8	(1.0)
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	57.9	39.4	31.2	24.3
PB	8.3	6.9	5.6	4.6
EV/EBITDA	36.7	26.5	19.2	15.8
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	301	442	559	716
折旧和摊销	71	50	50	50
营运资金变动	846	(911)	938	(1,140)
经营活动现金流	1,178	(431)	1,533	(389)
资本开支	324	(16)	(6)	(7)
投资	(448)	0	0	0
投资活动现金流	(780)	16	6	7
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(168)	0	0	0
筹资活动现金流	(272)	(11)	(11)	(11)
现金净流量	126	(426)	1,527	(393)

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。