



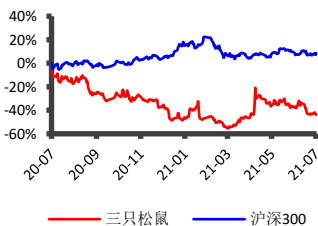
## 利润增速高，关注营收可持续增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-15

收盘价（元）	43.46
近 12 个月最高/最低（元）	79.16/34.08
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	227
流通股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	174
流通市值（亿元）	99

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

《三只松鼠首次覆盖：借力好风八年飞驰，迎挑战拼似锦前程》

《一季报点评：营收承压盈利改善，全渠道扩展中 20210328》

### 事件：

公司披露半年度业绩预告，预计 2021 年上半年盈利 34,000 万元-36,500 万元，比上年同期增长 81.03%-94.34%。

### 主要观点：

公司上半年利润表现亮眼，变动原因为：1) 公司在今年持续优化货品管理、加强价格管理体系提升产品毛利率；通过改变物流仓配模式、提升物流仓配效率降低物流费用。2) 继去年缩减 SKU 后带来运营效率的提升，持续不断优化产品线，运营效率进一步提升，实现了整体盈利能力的提高。

**主品牌关注可持续发展，新品牌聚焦小鹿蓝蓝。**主品牌方面，公司更加关注可持续、有用户价值的营收增长，会持续主动优化不符合未来战略的短期行为，短期内可能出现营收收窄；新品牌方面，将聚焦小鹿蓝蓝的培育成长，短期内以营收为导向，对于战略性投入的过程中可能会出现利润波动。小鹿蓝蓝自去年 6 月 19 日上线，一周年销售总额达到 3.39 亿元，连续九个月斩获全网宝宝零食销量第一，今年有望冲击 6 亿目标。

**线下矩阵搭建，全渠道营收更趋均衡。**在经过投食店、松鼠小店、快消 B2B 等布局后，公司今年正式组建分销事业部，初步规划在 22 个省市接入渠道招商的运营模式，挖掘全国 600 万终端的线下潜力。将线上和线下产品区隔开来，根据线下场景研发定制款产品。Q1 公司整体线下营收达到 33.37%，预计 Q2 线下占比仍有提升，未来公司或可达到线上线下均衡发展。

公司调整战略，多品类、多品牌、多渠道发展，精简 SKU 后盈利得到改善。**多渠道方面**，公司线下店铺数量超过 1000，覆盖 40 万个终端，投食店和联盟小店整体均实现盈利。**品类方面**，公司从全品类零食品牌转向“坚果果干+精选零食”品牌定位，精简 SKU 以提高盈利水平，并通过联盟工厂提高供应链效率和产品质量，首个联盟工厂将在 2021 年度投入运营。**多品牌方面**，流量平台的分发逻辑给予了品牌精准起步的机会，为此公司提前加速新品牌布局，加速孵化小鹿蓝蓝、养了个毛孩等子品牌。预计 2021-2023 年，三只松鼠营收分别为 113/127/141 亿元，同比增长 15%/13%/11%，净利润分别为 4.64/6.15/7.41 亿元，同比增长 54%/33%/20%，对应 PE 分别为 38/28/24。

### 风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,794	11,262	12,681	14,088
收入同比(%)	-4%	15%	13%	11%
归属母公司净利润	301	464	615	741
净利润同比(%)	26%	54%	33%	20%
毛利率(%)	23.9%	24.8%	25.1%	25.4%
ROE(%)	14.4%	18.1%	19.4%	18.9%
每股收益(元)	0.75	1.16	1.53	1.85
P/E	58	38	28	24
P/B	8	7	5	4
EV/EBITDA	35	26	19	16

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

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	4,148	4,791	5,174	<b>营业收入</b>	9,794	11,262	12,681	14,088
现金	1,112	1,020	1,320	1,531	营业成本	7,454	8,471	9,498	10,513
应收账款	270	256	296	523	营业税金及附加	33	56	63	70
其他应收款	51	40	53	60	销售费用	1,712	1,847	1,995	2,171
预付账款	65	59	54	56	管理费用	221	319	362	412
存货	1,390	2,483	2,082	2,304	财务费用	(10)	(12)	(9)	(11)
其他流动资产	528	289	986	699	资产减值损失	(2)	(1)	0	0
<b>非流动资产</b>	985	1,273	1,164	1,330	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	5	5	5	投资净收益	23	11	12	12
固定资产	521	555	590	617	<b>营业利润</b>	392	593	783	945
无形资产	114	125	133	140	营业外收入	16	8	10	11
其他非流动资产	345	588	436	568	营业外支出	7	4	3	4
<b>资产总计</b>	4,401	5,420	5,955	6,503	<b>利润总额</b>	401	598	790	951
<b>流动负债</b>	2,016	2,596	2,659	2,327	所得税	99	133	176	212
短期借款	0	0	192	0	<b>净利润</b>	301	465	614	739
应付账款	1,381	2,205	2,316	2,535	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	635	391	150	(207)	<b>归属母公司净利润</b>	301	464	613	739
<b>非流动负债</b>	288	263	121	262	<b>EBITDA</b>	444	628	826	991
长期借款	229	229	229	229	<b>EPS (元)</b>	0.75	1.16	1.53	1.84
其他非流动负	59	34	(108)	33					
<b>负债合计</b>	2,305	2,859	2,780	2,589					
少数股东权益	0	0	1	2	<b>主要财务比率</b>				
股本	401	401	401	401	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	554	554	554	554	<b>成长能力</b>				
留存收益	1,141	1,606	2,219	2,957	营业收入	-3.72%	14.99%	12.60%	11.09%
归属母公司股东权	2,096	2,561	3,174	3,912	营业利润	30.84%	51.30%	32.03%	20.60%
<b>负债和股东权益</b>	4,401	5,420	5,955	6,503	归属于母公司净利润	26.21%	54.09%	32.01%	20.51%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	23.90%	24.79%	25.10%	25.38%
					净利率(%)	3.08%	4.12%	4.83%	5.24%
					ROE(%)	14.37%	18.15%	19.33%	18.89%
					ROIC(%)	23.12%	47.71%	49.32%	39.01%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	52.37%	52.75%	46.69%	39.81%
					净负债比率(%)	68.60%	41.18%	41.25%	21.12%
					流动比率	1.69	1.60	1.80	2.22
					速动比率	1.00	0.64	1.02	1.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.12	2.29	2.23	2.26
					应收账款周转率	40.94	51.89	55.23	39.89
					应付账款周转率	6.18	6.28	5.61	5.81
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	1.16	1.53	1.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	(0.12)	0.41	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	5.23	6.39	7.91	9.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	57.8	37.5	28.4	23.6
					P/B	8.3	6.8	5.5	4.5
					EV/EBITDA	34.56	25.65	19.52	15.72

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。