

# 三只松鼠 (300783)

证券研究报告

2021年07月18日

## 21H1 归母净利润预计高增 81%-94%超预期, 渠道变革逻辑持续验证

### 事件:

公司发布 2021 上半年业绩预告。公司预计 21H1 归母净利润为 34,000-36,500 万元, 预计同比增长 81.03%-94.34%。

### 点评:

**渠道变革持续推进, 坚定“利润产出”导向优化运营管理。**公司 21Q2 预计归母净利润 2,496-4,996 万元, 较去年的-19 万元相比扭亏为盈, 主要由于: 1) 公司多渠道平台发力, 线上新渠道增长迅速, 线下盈利改善; 2) 加强运营精细化管理, 持续优化货品管理、加强价格管理体系提升产品毛利率, 提升物流仓配效率; 3) 持续优化产品线, 提升盈利能力。

**上半年超额完成股权激励目标增速, 下半年有望持续高增。**据公告, 公司上半年公司预计扣非归母净利润 25,100-27,600 万元, 同比增长 63.6%-79.9%。公司股权激励计划以 2020 年为基数, 将 2021-2023 年营收、利润增长其一作为业绩考核目标, 其中利润方面 2021/2022/2023 年扣非归母净利润增长率不低于 50%/80%/161%, 上半年公司超额完成利润方面的增速目标。公司坚定“利润产出”作为战略调整导向, 优化不符合未来战略的短期行为, 下半年有望持续利润产出的高增长。

**公司聚焦新品牌发展, 多渠道深耕布局, 业绩蓄势重新加速。**公司聚焦小鹿蓝蓝等新品牌, 打造“1+N”多品牌矩阵。渠道端, 其线下门店大比例盈利, 大店带小店模式见成效, 聚力新分销业务; 线上推进天猫、京东等平台电商的精细化运营, 聚焦抖音、拼多多等平台深耕布局。公司打法明确, 随着管理精细化, 产品矩阵及渠道规模完善, 23 年业绩有望重新加速。

**投资建议: 公司线上多平台齐发力、线下持续放量趋势已形成, 渠道变革成效持续获得验证。**公司线上线下全渠道协同发展, 以品牌势能带动新电商、社区团购业务突破。随着公司人才培养机制成熟, 管理精细化目标达成, 其盈利能力有望提高。预计 21/22 年净利润为 6/8 亿, 对应 29/22xPE。维持“买入”评级。

**风险提示: 渠道变革效果低于预期; 新品牌发展不及预期; 业绩预告是初步测算结果, 具体财务数据以公司披露公告为准**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,173.02	9,794.12	12,368.69	15,775.46	19,911.75
增长率(%)	45.30	(3.72)	26.29	27.54	26.22
EBITDA(百万元)	352.04	443.75	753.27	1,092.98	1,431.27
净利润(百万元)	238.75	301.32	617.99	821.13	1,070.80
增长率(%)	(21.43)	26.21	105.09	32.87	30.41
EPS(元/股)	0.60	0.75	1.54	2.05	2.67
市盈率(P/E)	75.15	59.54	29.03	21.85	16.75
市净率(P/B)	9.47	8.56	7.01	5.78	4.66
市销率(P/S)	1.76	1.83	1.45	1.14	0.90
EV/EBITDA	71.48	34.48	21.98	14.87	10.60

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	44.74 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	226.98
A 股总市值(百万元)	17,940.74
流通 A 股市值(百万元)	10,154.91
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	47.85
一年内最高/最低(元)	71.49/34.26

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《三只松鼠-公司点评:发布 21 年股权激励计划及事业合伙人持股计划, 定位精细化管理完善人才机制, 逐步发力利润产出》 2021-06-21
- 《三只松鼠-季报点评:21Q1 线上线下全面发力超出预期, 渠道类休闲食品公司变化获验证, 净利率水平同比环比均大幅提升》 2021-04-22
- 《三只松鼠-季报点评:19Q3 扣非净利润 +10%yoy, 双十一开启大联盟模式未来可期》 2019-11-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	970.32	1,112.16	1,373.87	1,673.60	2,737.78
应收票据及应收账款	260.30	226.13	51.54	544.95	90.96
预付账款	74.41	64.57	115.03	99.39	178.68
存货	2,479.64	1,389.06	3,178.95	2,771.97	4,596.26
其他	300.69	624.38	611.70	496.07	655.87
<b>流动资产合计</b>	<b>4,085.37</b>	<b>3,416.31</b>	<b>5,331.09</b>	<b>5,585.99</b>	<b>8,259.56</b>
长期股权投资	5.81	6.02	6.02	6.02	6.02
固定资产	395.54	520.58	580.05	634.05	671.77
在建工程	163.43	148.54	125.13	123.08	103.85
无形资产	116.37	113.58	109.94	106.30	102.65
其他	75.13	196.15	85.77	80.08	95.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>756.28</b>	<b>984.87</b>	<b>906.91</b>	<b>949.52</b>	<b>980.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,841.65</b>	<b>4,401.19</b>	<b>6,237.99</b>	<b>6,535.51</b>	<b>9,239.78</b>
短期借款	145.25	0.00	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	1,788.65	1,381.17	2,596.79	2,421.89	3,910.91
其他	725.91	635.12	928.70	851.11	1,301.63
<b>流动负债合计</b>	<b>2,659.81</b>	<b>2,016.29</b>	<b>3,605.49</b>	<b>3,358.01</b>	<b>5,300.54</b>
长期借款	250.00	229.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.55	59.49	43.02	46.36	49.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>286.55</b>	<b>288.49</b>	<b>73.02</b>	<b>71.36</b>	<b>89.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,946.36</b>	<b>2,304.78</b>	<b>3,678.51</b>	<b>3,429.36</b>	<b>5,390.16</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	553.91	553.91	553.91	553.91	553.91
留存收益	1,494.29	1,695.40	2,158.48	2,705.15	3,448.62
其他	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,895.29</b>	<b>2,096.40</b>	<b>2,559.48</b>	<b>3,106.15</b>	<b>3,849.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,841.65</b>	<b>4,401.19</b>	<b>6,237.99</b>	<b>6,535.51</b>	<b>9,239.78</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	238.75	301.32	617.99	821.13	1,070.80
折旧摊销	56.03	76.97	27.59	31.69	35.15
财务费用	4.23	3.93	(12.37)	(17.82)	(20.92)
投资损失	(10.45)	(23.31)	(13.15)	(15.64)	(17.37)
营运资金变动	(819.60)	818.75	(116.34)	(187.71)	332.40
其它	201.80	21.42	(66.67)	11.11	14.81
<b>经营活动现金流</b>	<b>(329.24)</b>	<b>1,199.09</b>	<b>437.06</b>	<b>642.76</b>	<b>1,414.88</b>
资本支出	151.78	129.41	76.47	76.67	46.73
长期投资	1.76	0.21	0.00	0.00	0.00
其他	(358.34)	(910.07)	10.01	(163.25)	(109.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(204.80)</b>	<b>(780.44)</b>	<b>86.48</b>	<b>(86.59)</b>	<b>(62.26)</b>
债权融资	396.10	229.85	110.57	110.76	128.72
股权融资	558.65	10.02	12.37	17.82	20.92
其他	(267.97)	(511.68)	(384.77)	(385.02)	(438.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>686.78</b>	<b>(271.81)</b>	<b>(261.83)</b>	<b>(256.45)</b>	<b>(288.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>152.73</b>	<b>146.84</b>	<b>261.71</b>	<b>299.73</b>	<b>1,064.18</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>10,173.02</b>	<b>9,794.12</b>	<b>12,368.69</b>	<b>15,775.46</b>	<b>19,911.75</b>
营业成本	7,345.23	7,453.79	9,205.54	11,732.78	14,783.16
营业税金及附加	51.21	33.10	53.62	67.04	79.41
营业费用	2,297.82	1,712.25	2,040.83	2,555.62	3,181.90
管理费用	174.94	221.06	230.78	307.23	402.91
研发费用	50.22	52.52	62.55	80.75	103.13
财务费用	(13.89)	(10.02)	(12.37)	(17.82)	(20.92)
资产减值损失	(1.94)	(1.75)	(3.84)	(2.51)	(2.70)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(66.67)	11.11	14.81
投资净收益	10.45	23.31	13.15	15.64	17.37
其他	(40.77)	(82.31)	5.71	(76.08)	(86.86)
<b>营业利润</b>	<b>299.73</b>	<b>392.16</b>	<b>839.37</b>	<b>1,101.69</b>	<b>1,439.54</b>
营业外收入	9.06	15.63	10.01	11.57	12.40
营业外支出	1.57	7.26	3.40	4.08	4.91
<b>利润总额</b>	<b>307.22</b>	<b>400.53</b>	<b>845.99</b>	<b>1,109.18</b>	<b>1,447.03</b>
所得税	68.47	99.20	227.99	288.05	376.23
<b>净利润</b>	<b>238.75</b>	<b>301.32</b>	<b>617.99</b>	<b>821.13</b>	<b>1,070.80</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>238.75</b>	<b>301.32</b>	<b>617.99</b>	<b>821.13</b>	<b>1,070.80</b>
每股收益(元)	0.60	0.75	1.54	2.05	2.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	45.30%	-3.72%	26.29%	27.54%	26.22%
营业利润	-24.66%	30.84%	114.04%	31.25%	30.67%
归属于母公司净利润	-21.43%	26.21%	105.09%	32.87%	30.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.80%	23.90%	25.57%	25.63%	25.76%
净利率	2.35%	3.08%	5.00%	5.21%	5.38%
ROE	12.60%	14.37%	24.15%	26.44%	27.82%
ROIC	45.48%	23.07%	65.81%	68.17%	73.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.85%	52.37%	58.97%	52.47%	58.34%
净负债率	-30.30%	-42.09%	-49.36%	-50.31%	-67.77%
流动比率	1.54	1.69	1.48	1.66	1.56
速动比率	0.60	1.01	0.60	0.84	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	36.08	40.27	89.09	52.89	62.62
存货周转率	5.47	5.06	5.42	5.30	5.40
总资产周转率	2.56	2.12	2.33	2.47	2.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.60	0.75	1.54	2.05	2.67
每股经营现金流	-0.82	2.99	1.09	1.60	3.53
每股净资产	4.73	5.23	6.38	7.75	9.60
<b>估值比率</b>					
市盈率	75.15	59.54	29.03	21.85	16.75
市净率	9.47	8.56	7.01	5.78	4.66
EV/EBITDA	71.48	34.48	21.98	14.87	10.60
EV/EBIT	79.58	38.34	22.82	15.31	10.87

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com