

**300783.SZ**
**买入**

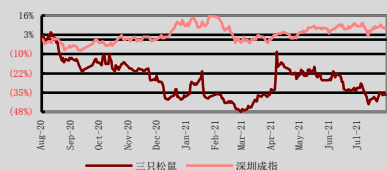
原评级: 买入

市场价格: 人民币 41.77

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 三只松鼠半年报点评

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.8	(6.6)	(15.0)	(34.5)
相对深证成指	1.7	(4.8)	(18.4)	(43.5)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	16,750
3个月日均交易额(人民币 百万)	157
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 8 月 16 日收市价为标准

**相关研究报告**

《三只松鼠: 调整期坚定利润产出导向, 2Q21 实现扭亏》 20210716

《三只松鼠: 坚定千亿目标信心, 股权激励正当时》 20210622

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: 食品加工

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

## 坚持利润产出导向, 全渠道发展进一步均衡

公司披露 2021 年半年报。1H21 公司实现营收 52.6 亿元, 同比+0.2%; 实现归母净利润 3.5 亿元, 同比+87.3%。2Q21 单季度实现营收 15.9 亿元, 同比-13.6%, 实现归母净利润 0.37 亿元, 同比实现扭亏, 利润表现符合我们预期。

### 支撑评级的要点

- **战略调整期坚定利润产出为导向, 1H21 收入同比持平, 利润快速增长。**  
(1) 1H21 公司营收同比持平, 主品牌三只松鼠实现营收超过 50 亿元, 子品牌小鹿蓝蓝营收突破 2 亿元; 利润方面, 1H21 公司归母净利润同比增长 87.3%, 若剔除小鹿蓝蓝亏损影响, 1H21 净利润增长达到 113%。利润快速增长主要原因在于: 坚定利润产出为导向, 减少线上单一促销, 线上 2C 渠道运营毛利率提升 4.8pct; SKU 缩减后聚焦优势单品, 供应链运营提效降本 8%; 改变物流仓配模式, 提高直发订单占比, 物流成本优化。  
(2) 单 2 季度营收-13.6%, 利润实现扭亏, 我们判断线上渠道流量去中心化趋势叠加公司利润产出导向对收入造成了一定的负面影响。(3) 利润率与费用率方面, 1H21 销售费用率为 21.1%, 同比+2.0pct, 主要体现在推广费及平台服务费的增加。毛利率和净利率分别为 31.1%、6.7%, 同比分别+5.4pct、+3.1pct, 盈利能力显著提升。
- **聚焦坚果品类, 全渠道发展进一步均衡。** (1) 公司持续聚焦坚果品类, 1H21 坚果品类收入占比超过 53.5%, 相较 2020 年末提升 4pct。公司聚焦坚果带来规模效应, 同时持续主动缩减 SKU 提升效率, 改善了盈利能力、夯实了主品牌坚果心智。(2) 分渠道来看, 1H21 传统电商平台实现营收超过 36 亿元, 营收占比接近 70%; 投食店/联盟店/新分销渠道营收分别为 5.7/3.6/6.3 亿元, 同比分别+21.7%/+131.7%/+38.0%。在传统电商渠道受到流量去中心化的冲击下, 线下渠道收入快速增长, 有效地提升了公司整体营收, 线上线下渠道发展进一步均衡。
- **展望下半年, 利润产出依旧是调整期的导向, 全渠道发展驱动收入增长。**  
(1) 互联网去中心化趋势依旧明显, 下半年公司将坚持此前战略, 主品牌在战略调整期坚定利润产出为导向; 子品牌小鹿蓝蓝短期以规模为重。(2) 我们判断下半年全渠道发展趋势将延续, 线上渠道抖音、拼多多等渠道保持快速增长, 线下渠道门店事业部强化协同效应, 新分销渠道创造新增长点, 预计下半年收入有望实现正增长, 全年营收突破百亿元水平、利润增速超过股权激励目标。

### 估值

- 我们调整此前盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.18、1.49、1.85 元, 同比增 57.2%、26.3%、23.8%。公司坚持利润产出导向, 聚焦坚果品类, 全渠道发展进一步均衡, 运营效率和盈利能力稳步提升, 看好利润持续改善, 维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 新品推广、市场开拓不及预期, 流量去中心化趋势加剧, 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	10,059	11,634	13,756
变动(%)	45.3	(3.7)	2.7	15.7	18.2
净利润(人民币 百万)	239	301	474	598	741
全面摊薄每股收益(人民币)	0.60	0.751	1.181	1.491	1.85
变动(%)	(21.4)	26.2	57.2	26.3	23.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.183	1.496	1.96
调整幅度(%)			(0.1)	(0.3)	(5.8)
全面摊薄市盈率(倍)	70.2	55.6	35.4	28.0	22.6
价格/每股现金流量(倍)	(50.9)	14.0	39.1	18.5	32.9
每股现金流量(人民币)	(0.82)	2.99	1.07	2.26	1.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.7	41.7	26.1	20.3	16.2
每股股息(人民币)	0.00	0.25	0.30	0.37	0.46
股息率(%)	0.0	0.6	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 三只松鼠 2021 年半年报数据

(人民币, 百万)	2Q20	2Q21	同比 (%)	1H20	1H21	同比 (%)
营业收入	1,840	1,590	(13.6)	5,252	5,261	0.2
营业成本	1,415	1,105	(21.9)	3,900	3,623	(7.1)
毛利率(%)	23.1	30.5	7.4 pct	25.7	31.1	5.4 pct
毛利	425	485	14.2	1,352	1,638	21.2
税金及附加	10	4	(54.0)	20	35	77.3
销售费用	390	439	12.3	1,000	1,107	10.8
管理费用	72	55	(24.0)	116	117	0.8
研发费用	6	12	99.7	24	26	9.4
财务费用	(9)	2	-	(9)	8	-
资产减值损失	1	0	(73.8)	(1)	(1)	111.4
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	6	17	193.9	7	29	342.6
营业利润	(1)	17	-	249	403	62.2
营业利润率(%)	(0.1)	1.1	1.1 pct	4.7	7.7	2.9 pct
营业外收入	3	38	1,308.4	6	79	1,128.1
营业外支出	4	2	(44.9)	5	6	14.8
利润总额	(2)	53	-	250	476	90.4
所得税	(2)	16	-	62	124	99.9
所得税率(%)	29	3,478	3,449.0 pct	26	33	7.5 pct
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	(0)	37	-	188	352	87.3
净利率(%)	(0.0)	2.3	2.3 pct	3.6	6.7	3.1 pct
EPS(元/股)	(0.00)	0.09	-	0.47	0.88	87.3

资料来源: 万得, 中银证券

### 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	10,059	11,634	13,756
销售成本	7,345	7,454	7,158	8,200	9,674
经营费用	2,321	1,698	1,801	2,012	2,281
息税折旧前利润	310	398	637	818	1,027
折旧及摊销	56	77	87	107	127
经营利润(息税前利润)	254	321	550	711	900
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	630	795	984
所得税	68	99	156	197	244
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	239	301	474	598	741
核心净利润	239	301	474	598	741
每股收益(人民币)	0.595	0.751	1.181	1.491	1.847
核心每股收益(人民币)	0.595	0.751	1.181	1.491	1.847
每股股息(人民币)	0.000	0.250	0.295	0.373	0.462
收入增长(%)	45	(4)	3	16	18
息税前利润增长(%)	(25)	27	71	29	27
息税折旧前利润增长(%)	(20)	29	60	28	26
每股收益增长(%)	(21)	26	57	26	24
核心每股收益增长(%)	(21)	26	57	26	24

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	630	795	984
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	(346)	274	(334)
税金	(71)	(121)	(156)	(197)	(244)
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	429	907	510
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)	(118)	(150)
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)	(73)	(102)
现金变动	154	142	15	460	14
期初现金	817	970	1,112	1,127	1,587
公司自由现金流	(588)	839	(188)	556	92
权益自由现金流	(433)	680	(180)	567	103

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	1,127	1,587	1,601
应收帐款	260	226	339	287	445
库存	2,480	1,389	2,163	1,997	2,913
其他流动资产	375	689	471	581	614
流动资产总计	4,085	3,416	4,100	4,451	5,573
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	5,354	5,972	7,361
应付帐款	2,514	1,769	2,306	2,399	3,149
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	2,553	2,646	3,396
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	2,108	2,630	3,266
股东权益	1,895	2,096	2,509	3,031	3,667
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,842	4,401	5,354	5,972	7,361
每股帐面价值(人民币)	4.73	5.23	6.26	7.56	9.14
每股有形资产(人民币)	10.00	7.91	9.14	9.98	12.40
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

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	3.0	4.1	6.3	7.0	7.5
息税前利润率(%)	2.5	3.3	5.5	6.1	6.5
税前利润率(%)	3.0	4.1	6.3	6.8	7.2
净利率(%)	2.3	3.1	4.7	5.1	5.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	-	-	-	-	-
净权益负债率(%)	-	-	-	-	-
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	70.2	55.6	35.4	28.0	22.6
核心业务市盈率(倍)	81.7	68.5	40.3	31.0	24.5
市净率(倍)	8.8	8.0	6.7	5.5	4.6
价格/现金流(倍)	(50.9)	14.0	39.1	18.5	32.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.7	41.7	26.1	20.3	16.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	91.1	93.4	89.3	91.3	91.3
应收帐款周转天数	10.0	8.9	10.1	9.7	9.6
应付帐款周转天数	76.7	76.5	77.8	77.0	77.1
<b>回报率</b>					
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	20.6	21.6	22.1
资产收益率(%)	6.0	6.5	9.7	10.6	11.1
已运用资本收益率(%)	9.0	10.6	15.5	16.4	18.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371