

公司研究

Q2 利润改善，继续关注渠道改革

——三只松鼠（300783.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司2021年上半年营收52.61亿，同比+0.17%，归母净利润3.52亿，同比+87.32%，扣非归母净利润2.64亿，同比+72.1%。Q2单季营收15.9亿，同比下降13.57%，归母净利润0.37亿（去年同期亏损19万），扣非归母净利润亏损0.14亿（去年同期亏损0.31亿）。

坚果类增长疲软，新品牌快速成长。21H1坚果类/烘焙类/肉制品/果干类产品收入28.2/7.8/5.4/3.4亿，同比+0.14%/+6.70%/-21.76%/-7.03%，Q2坚果类收入与去年同期持平，叠加高基数，短期增速放缓。新品牌小鹿蓝蓝上半年营收2.01亿，Q2营收1.22亿，环比Q1（0.79亿）增长54%，继续保持高速增长。自2020年6月19日上线以来，小鹿蓝蓝季度复合增长率达到77%，21年6月实现单月销售近5000万。截至6月底小鹿蓝蓝拥有近300万用户，半年度复购率超过35%，并且已打造多款千万级大单品，新品牌快速培育。

淘系渠道承压，新兴平台放量，新分销继续布局。1) 线上：21H1第三方电商平台营收36.21亿，同比下滑18.45%，占比70%，其中天猫旗舰店营收12.25亿，同比下滑26.8%，平台流量分化下，传统线上渠道依旧处于调整期。抖音、拼多多等新兴电商平台表现亮眼，营收占线上比例提升至约10%，拼多多渠道营收同比增长超360%，抖音、快手等直播电商营收同比增长超1000%。2) 线下：营收占比达到30%，投食店/联盟小店/新分销上半年营收5.73/3.63/6.32亿元，同比增长21.7%/131.7%/38%，投食店/联盟小店上半年分别净减8家/净增69家，受疫情影响门店拓展放缓，新分销目前已覆盖超过60万零售终端。

毛利率提升明显，主动调整下利润有所改善。1) 21Q2毛利率30.52%，同比提升7.42pct，主要因公司加强全渠道管控，持续聚焦坚果品类，主动缩减SKU。具体来看坚果类产品21H1毛利率31.75%，同比提升7.78pct，线上2C渠道运营毛利率35.5%，同比提升4.8pct。2) 21Q2销售费用率27.58%，同比+6.36pct，主要因21H1推广及平台服务费增加较多（同比+81%），另外公司改变物流仓配模式，提升物流效率与直发订单占比，物流成本得以优化。Q2管理费用率3.45%，同比小幅下滑0.48pct。3) 21Q2净利率2.31%（去年同期净利率-0.01%），盈利能力明显改善，上半年若剔除小鹿蓝蓝亏损影响（4849万元），净利润同比增长113.06%。

盈利预测、估值与评级：考虑后续调整优化、效率提升下利润增长提速，上调2021-23年净利润预测至4.7/5.9/7.3亿（较前次+13%/+10.3%/+6.7%），对应EPS为1.17/1.47/1.81元，当前股价对应P/E为35/28/23倍，维持“增持”。

风险提示：流量入口增加，获客成本增加超预期，休闲食品需求疲软。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,173	9,794	11,612	13,542	15,530
营业收入增长率	45.30%	-3.72%	18.56%	16.62%	14.68%
净利润（百万元）	239	301	470	591	727
净利润增长率	-21.43%	26.21%	55.85%	25.90%	22.90%
EPS（元）	0.60	0.75	1.17	1.47	1.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.60%	14.37%	19.05%	20.15%	20.72%
P/E	69	55	35	28	23
P/B	8.7	7.9	6.7	5.6	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-17

增持（维持）

当前价：41.11元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

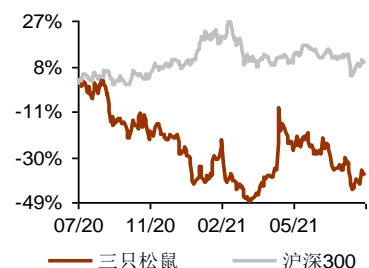
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.01
总市值(亿元)	164.85
一年最低/最高(元)	34.26/69.90
近3月换手率	56.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.56	2.87	-4.30
绝对	-3.84	-3.84	-3.84

资料来源：Wind

相关研报

21Q1 业绩超出预期，新增长曲线值得期待——三只松鼠（300783.SZ）2021年一季报点评（2021-04-25）

净利润持续改善，加码线下市场——三只松鼠（300783.SZ）年报业绩点评（2021-03-29）
收入阶段性承压，锐意转型拉开战略调整序幕——三只松鼠（300783.SZ）三季度业绩点评（2020-10-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,173	9,794	11,612	13,542	15,530
营业成本	7,345	7,454	8,723	10,086	11,490
折旧和摊销	36	45	55	66	78
税金及附加	51	33	39	46	52
销售费用	2,298	1,712	2,026	2,356	2,687
管理费用	175	221	261	305	349
研发费用	50	53	60	70	81
财务费用	-14	-10	1	0	-1
投资收益	10	23	23	23	23
营业利润	300	392	560	742	942
利润总额	307	401	624	786	966
所得税	68	99	155	195	239
净利润	239	301	470	591	727
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	239	301	470	591	727
EPS(按最新股本计)	0.60	0.75	1.17	1.47	1.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-329	1,199	403	468	663
净利润	239	301	470	591	727
折旧摊销	36	45	55	66	78
净营运资金增加	959	-451	372	359	316
其他	-1,563	1,304	-494	-548	-458
投资活动产生现金流	-205	-780	-193	-302	-277
净资本支出	-215	-324	-250	-250	-250
长期投资变化	6	6	0	0	0
其他资产变化	4	-462	57	-52	-27
融资活动现金流	687	-272	-94	-40	-188
股本变化	41	0	0	0	0
债务净变化	146	-166	-1	72	-45
无息负债变化	816	-475	303	252	325
净现金流	152	147	116	126	199

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	23.9%	24.9%	25.5%	26.0%
EBITDA 率	3.3%	4.6%	5.1%	5.8%	6.4%
EBIT 率	2.8%	3.8%	4.6%	5.3%	5.9%
税前净利润率	3.0%	4.1%	5.4%	5.8%	6.2%
归母净利润率	2.3%	3.1%	4.0%	4.4%	4.7%
ROA	4.9%	6.8%	9.3%	10.1%	10.8%
ROE (摊薄)	12.6%	14.4%	19.1%	20.2%	20.7%
经营性 ROIC	9.4%	13.3%	15.4%	16.9%	18.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	52%	51%	50%	48%
流动比率	1.54	1.69	1.72	1.72	1.78
速动比率	0.60	1.01	0.99	0.98	1.02
归母权益/有息债务	4.78	9.12	10.76	9.74	13.67
有形资产/有息债务	11.79	18.26	21.07	18.52	24.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,842	4,401	5,072	5,865	6,719
货币资金	970	1,112	1,228	1,354	1,553
交易性金融资产	0	100	0	0	0
应收帐款	260	218	278	313	365
应收票据	0	8	0	0	0
其他应收款 (合计)	41	51	54	67	74
存货	2,480	1,389	1,627	1,882	2,143
其他流动资产	260	473	564	658	757
流动资产合计	4,085	3,416	3,827	4,361	4,993
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	396	521	587	664	747
在建工程	163	149	216	267	305
无形资产	116	114	157	198	236
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	105	121	121	121
非流动资产合计	756	985	1,245	1,504	1,726
总负债	2,946	2,305	2,607	2,931	3,212
短期借款	145	0	0	72	28
应付账款	1,789	1,381	1,616	1,869	2,129
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	233	0	133	77	133
其他流动负债	-2	27	28	28	29
流动负债合计	2,660	2,016	2,219	2,534	2,804
长期借款	250	229	229	229	229
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	59	69	78	88
非流动负债合计	287	288	388	397	407
股东权益	1,895	2,096	2,465	2,934	3,507
股本	401	401	401	401	401
公积金	650	671	718	754	754
未分配利润	844	1,025	1,346	1,779	2,352
归属母公司权益	1,895	2,096	2,465	2,934	3,507
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.59%	17.48%	17.45%	17.40%	17.30%
管理费用率	1.72%	2.26%	2.25%	2.25%	2.25%
财务费用率	-0.14%	-0.10%	0.01%	0.00%	0.00%
研发费用率	0.49%	0.54%	0.52%	0.52%	0.52%
所得税率	22%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.25	0.30	0.38	0.47
每股经营现金流	-0.82	2.99	1.00	1.17	1.65
每股净资产	4.73	5.23	6.15	7.32	8.75
每股销售收入	25.37	24.42	28.96	33.77	38.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	69	55	35	28	23
PB	8.7	7.9	6.7	5.6	4.7
EV/EBITDA	53.2	39.7	28.2	21.3	16.8
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE