

三只松鼠 (300783)

证券研究报告

2021年08月18日

21H1 归母净利润高增 87%持续发力利润产出，聚焦新品牌赋能新电商，全渠道进一步均衡

事件：

公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 52.6 亿元，同增 0.17%；归母净利润为 3.52 亿元，同增 87.32%，扣非后归母净利润 2.64 亿元，同增 72.10%。

点评：

1、收入端：①分渠道：第三方电商平台营业收入 36.21 亿元，占主营营收的 70%，线上线下进一步均衡。天猫渠道占线上总营收比例 33.83%，京东渠道占比 32.69%，公司线上平台趋于均衡。线下方面，线下营业收入 15.7 亿元，营收占比达 30%。

2、毛利率：2021 年上半年公司毛利润 16.38 亿元，同比增长 21.16%，毛利率 31.13%，同增 5.39pct。其中，线上 2C 渠道运营毛利率 35.5%，同增 4.8pct。线下端投食店毛利率 37.8%，同比增长 4.5pct；联盟店毛利率 19.3%，同比上升 2.2pct；新分销毛利率 23.5%，同比增长 0.8pct。

3、成本端：公司 2021 年上半年期间费用率为 23.93%，同增 11.1pct。公司 2021 年上半年销售费用为 11.07 亿元，同增 10.8%；销售费用率为 21.05%，同增 2.02pct；管理费用为 1.17 亿元，同增 0.77%；管理费用率为 2.23%，同增 0.02pct；财务费用为 0.08 亿元，同增 191.03%；财务费用率为 0.15%，同增 0.31pct。

3、利润端：公司归母净利润为 3.52 亿元，同比增长 87.32%。分季度看，公司 21Q1\Q2 净利润分别为 3.15 亿元、0.37 亿元。

4、持续聚焦新品牌发展，小鹿蓝蓝亏损逐季收窄。小鹿蓝蓝实现全渠道营收 2.01 亿元，净利润亏损 4849 万元。2020 年 6 月 19 日上线至今，小鹿蓝蓝季度复合增长率达 77%，投入产出比逐季提升，连续 11 个月稳居全网宝宝零食类目第一。

5、新电商发展迅猛，线下渠道持续强化协同，全渠道进一步平衡。1) 上半年拼多多、抖音等新电商业务营收占线上总营收比例提升至近 10%。其中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%。社区团购方面，公司已进驻美团优选等多个平台，实现营收同比增长超 300%。2) 线下方面，公司面对疫情短期放缓开店速度，上半年投食店净减 8 家，截至 21H1 累计 163 家，联盟店净增 69 家，截至期末累计 941 家。3) 新分销目前覆盖超过 60 万零售终端，较 20 年底增幅约 50%，21 年将推进新分销业务从轻度分销向以区域经销商为核心的中度分销模式升级。

投资建议：公司线上多平台齐发力，渠道变革成效显著，新品牌不断发力。公司渠道方面将持续线上线下全渠道协同发展，通过品牌势能带动新电商、社区团购等多业务突破。公司近期聚焦新品牌发展，聚焦以小鹿蓝蓝等为主的新品牌发展，打造“1+N”多品牌矩阵。考虑到公司新渠道费用投放持续推进，我们调整 21/22 年净利润分别为 5.5/7.3 亿（前值为 6/8 亿元），对应 30/23xPE。维持“买入”评级。

风险提示：经营不及预期、线上流量下滑、门店拓张不及预期、分销业务进展不及预期

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	664.98	973.66	1,431.27
净利润(百万元)	238.75	301.32	553.50	732.79	1,070.80
增长率(%)	(21.43)	26.21	83.69	32.39	46.13
EPS(元/股)	0.60	0.75	1.38	1.83	2.67
市盈率(P/E)	69.05	54.71	29.78	22.50	15.40
市净率(P/B)	8.70	7.86	6.56	5.50	4.40
市销率(P/S)	1.62	1.68	1.33	1.04	0.83
EV/EBITDA	71.48	34.48	22.78	15.31	9.66

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	41.11 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)	16,485.11
流通 A 股市值(百万元)	9,330.98
每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	41.19
一年内最高/最低(元)	69.90/34.26

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: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》 2021-07-18
- 《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

1. 事件

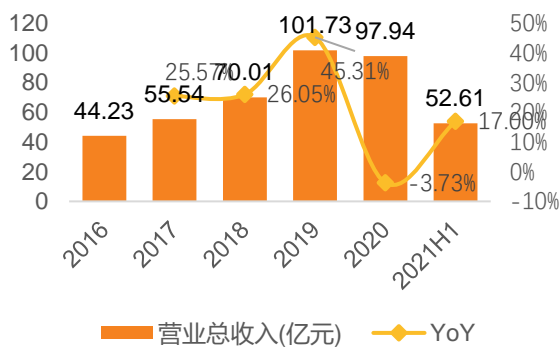
公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 52.6 亿元，同增 0.17%；归母净利润为 3.52 亿元，同增 87.32%，扣非后归母净利润 2.64 亿元，同增 72.10%。

2. 点评

2.1. 收入端

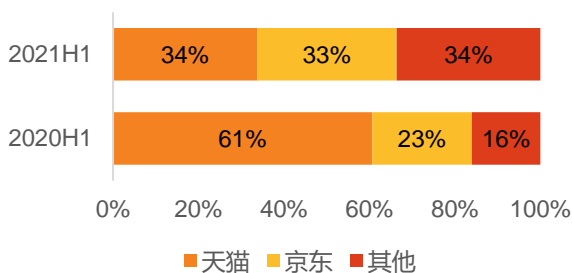
分渠道来看：第三方电商平台营业收入 36.21 亿元，占主营营收的 70%，线上线下进一步均衡。天猫渠道占线上总营收比例 33.83%，京东渠道占比 32.69%，其中，天猫旗舰店营收 12.25 亿元，同减 26.8%；京东自营平台营收 11.84 亿元，同增 9.4%，公司线上平台趋于均衡。线下方面，线下营业收入 15.7 亿元，营收占比达 30%，其中投食店实现营业收入 5.73 亿元，较上年同期增长 21.7%，占总营收的 10.9%；联盟店实现营业收入 3.63 亿元，较上年同期增长 131.7%，占总营收的 6.9%；新分销实现营业收入 6.32 亿元，较上年同期增长 38.0%，占总营收的 12.0%。

图 1：公司 2016-2021H1 营业收入情况



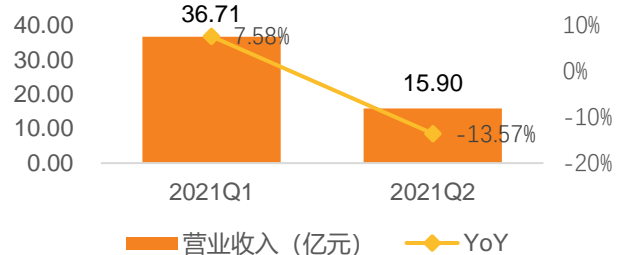
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司近两年线上营收同比情况



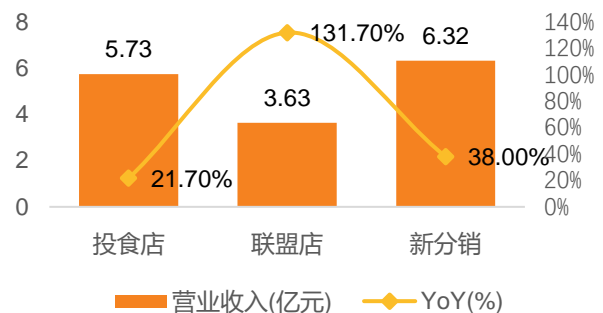
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司 2021 年分季度营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司线下营收情况

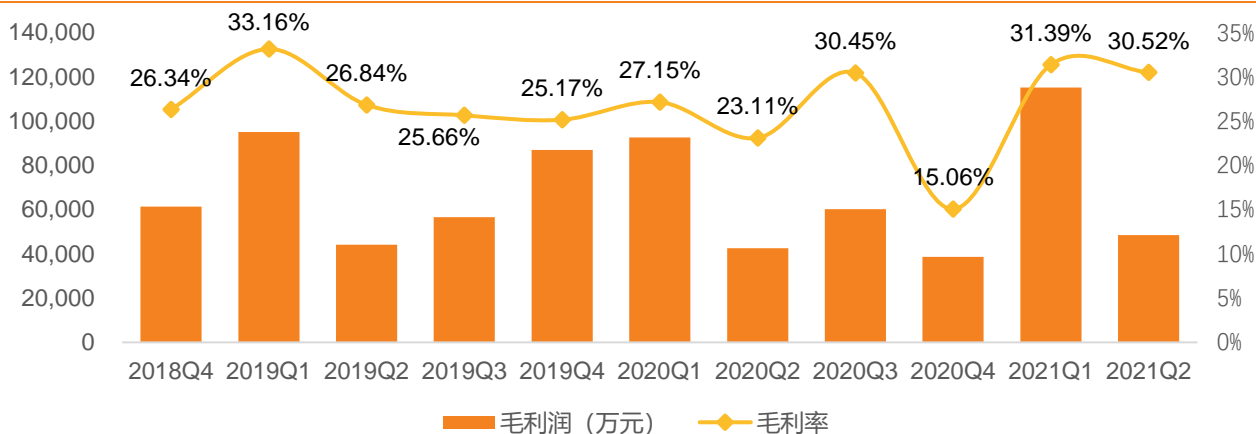


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率

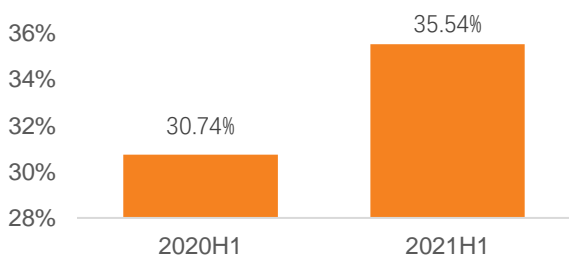
2021 年上半年公司毛利润 16.38 亿元，同比增长 21.16%，毛利率 31.13%，同增 5.39pct。其中，线上 2C 渠道运营毛利率 35.5%，同增 4.8pct。线下端投食店毛利率 37.8%，同比增长 4.5pct；联盟店毛利率 19.3%，同比上升 2.2pct；新分销毛利率 23.5%，同比增长 0.8pct。

图 6：公司 2018Q3-2021Q2 毛利润及毛利率情况



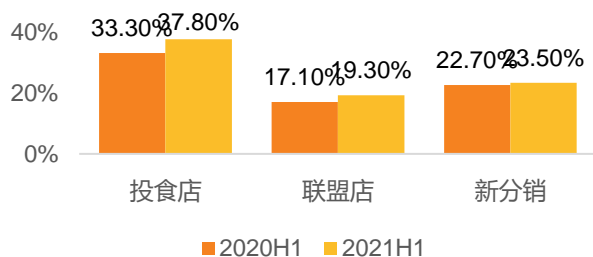
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 公司 2C 渠道 2020H1 和 2021H1 毛利率变化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 公司线下渠道 2020H1 和 2021H1 毛利率变化

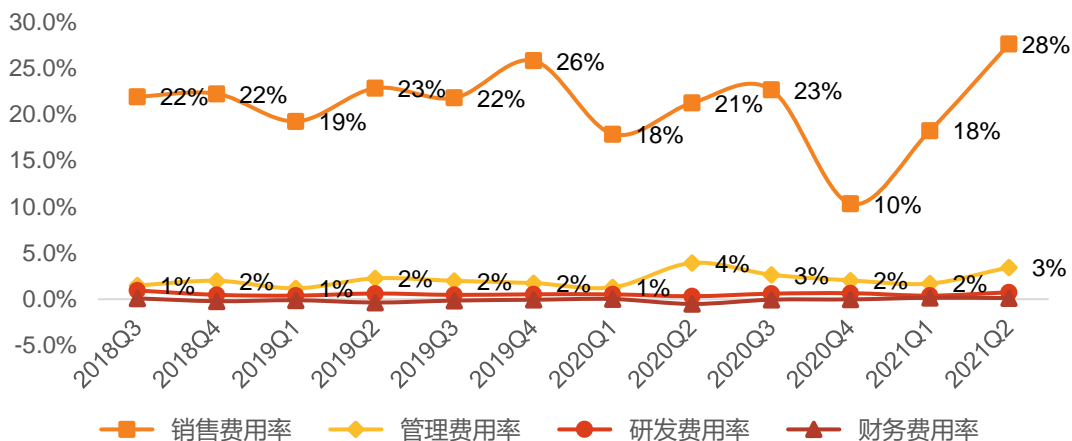


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.3. 成本端

公司 2021 上半年期间费用率为 23.93%，同增 11.1pct。①销售费用率：公司 2021 年上半年销售费用为 11.07 亿元，同增 10.8%；销售费用率为 21.05%，同增 2.02pct，本期销售费用率增加主要因推广费及平台服务费增加所致。②管理费用率：公司 2021 年上半年管理费用为 1.17 亿元，同增 0.77%；管理费用率为 2.23%，同增 0.02pct。③财务费用率：公司 2021 年上半年财务费用为 0.08 亿元，同增 191.03%；财务费用率为 0.15%，同增 0.31pct，本期财务费用率增加较大主要因利息支出增加，同时现金折扣减少所致。

图 9: 公司 2018Q3-2021Q2 费用率变化

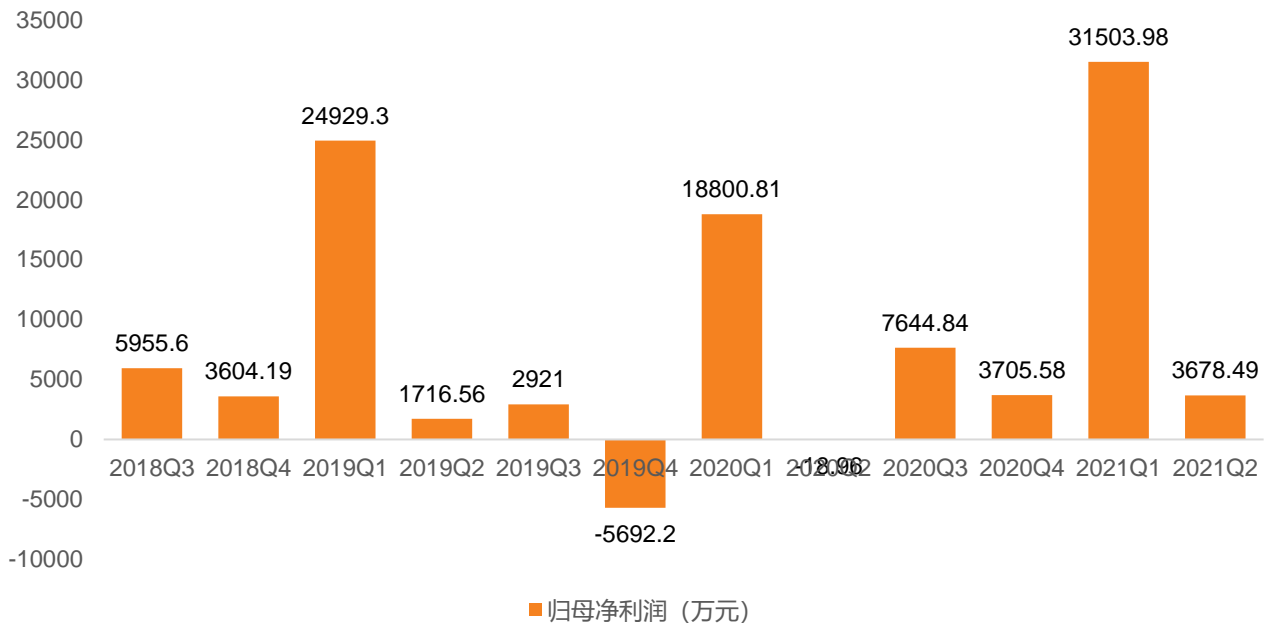


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 利润端

公司归母净利润为 3.52 亿元，同比增长 87.32%。分季度看，公司 21Q1\Q2 净利润分别为 3.15 亿元、0.37 亿元。主要原因为：(1) 围绕品牌定位，加强全渠道毛利科学管控，减少线上单一促销，线上渠道较过去净利贡献显著，线上 2C 渠道运营毛利率从 2020 年同期 30.7%提升至 35.5%；(2) SKU 缩减后聚焦优势单品，供应链运营提效降本 8%；(3) 改变物流仓配模式，提升物流效率、提高直发订单占比，物流成本优化明显。其中新品牌小鹿蓝蓝亏损 4849 万元，剔除新品牌小鹿蓝蓝的当期亏损影响净利润增长达 113.06%。

图 10：2018Q3-2021Q2 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

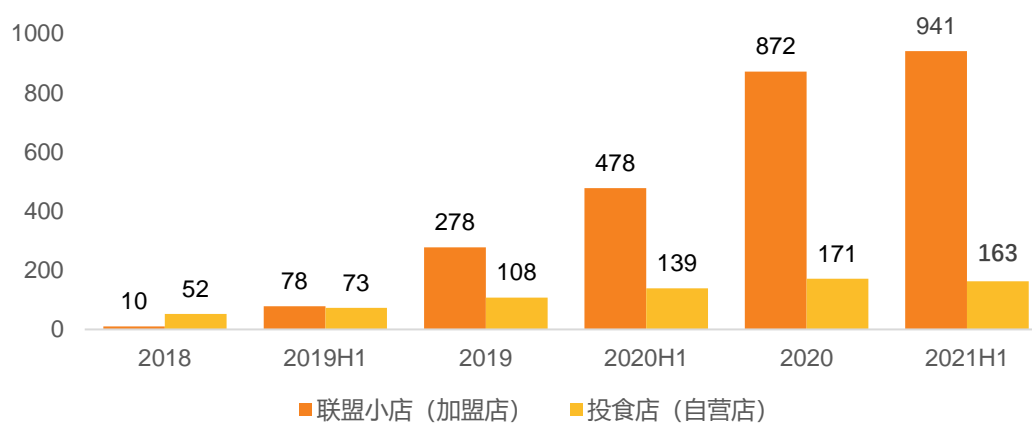
2.5. 产品端

持续聚焦新品牌发展，小鹿蓝蓝亏损逐季收窄。公司今年来持续主动缩减 SKU、优化品类结构，聚焦小鹿蓝蓝等新品牌成长，小鹿蓝蓝实现全渠道营收 2.01 亿元，净利润亏损 4849 万元。2020 年 6 月 19 日上线至今，小鹿蓝蓝季度复合增长率达 77%，投入产出比逐季提升，连续 11 个月稳居全网宝宝零食类目第一。未来公司将进一步聚焦核心单品，强化品牌 IP，提升全链路用户体验。

2.6. 渠道端

新电商发展迅猛，线下渠道持续强化协同，全渠道进一步平衡。1) 上半年拼多多、抖音等新电商业务营收占线上总营收比例提升至近 10%。其中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%。社区团购方面，公司已进驻美团优选等多个平台，实现营收同比增长超 300%。2) 线下方面，公司面对疫情短期放缓开店速度，上半年投食店净减 8 家，截至 21H1 累计 163 家，联盟店净增 69 家，截至期末累计 941 家。3) 新分销目前覆盖超过 60 万零售终端，较 20 年底增幅约 50%，21 年将推进新分销业务从轻度分销向以区域经销商为核心的中度分销模式升级。

图 11：公司 2018-2021H1 线下店数量情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

公司今年发布股权激励计划,扣非归母净利润方面定比 20 年,21-23 年增速分别不低于 50%、80%、161%。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。随着公司管理精细化目标不断达成,公司盈利能力有望更进一步。考虑到公司新渠道费用投放持续推进,我们调整 21/22 年净利润分别为 5.5/7.3 亿(前值为 6/8 亿元),对应 30/23xPE。维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	970.32	1,112.16	1,325.47	1,565.08	2,632.04	营业收入	10,173.02	9,794.12	12,368.69	15,775.46	19,911.75
应收票据及应收账款	260.30	226.13	51.54	544.95	90.96	营业成本	7,345.23	7,453.79	9,293.83	11,852.10	14,783.16
预付账款	74.41	64.57	116.75	99.85	178.23	营业税金及附加	51.21	33.10	53.62	67.04	79.41
存货	2,479.64	1,389.06	3,222.76	2,788.68	4,579.55	营业费用	2,297.82	1,712.25	2,040.83	2,555.62	3,181.90
其他	300.69	624.38	611.70	496.07	655.87	管理费用	174.94	221.06	230.78	307.23	402.91
流动资产合计	4,085.37	3,416.31	5,328.21	5,494.63	8,136.66	研发费用	50.22	52.52	62.55	80.75	103.13
长期股权投资	5.81	6.02	6.02	6.02	6.02	财务费用	(13.89)	(10.02)	(12.37)	(17.82)	(20.92)
固定资产	395.54	520.58	580.05	634.05	671.77	资产减值损失	(1.94)	(1.75)	(3.84)	(2.51)	(2.70)
在建工程	163.43	148.54	125.13	123.08	103.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	(66.67)	11.11	14.81
无形资产	116.37	113.58	109.94	106.30	102.65	投资净收益	10.45	23.31	13.15	15.64	17.37
其他	75.13	196.15	85.77	80.08	95.93	其他	(40.77)	(82.31)	5.71	(76.08)	(86.86)
非流动资产合计	756.28	984.87	906.91	949.52	980.22	营业利润	299.73	392.16	751.08	982.37	1,439.54
资产总计	4,841.65	4,401.19	6,235.12	6,444.15	9,116.88	营业外收入	9.06	15.63	10.01	11.57	12.40
短期借款	145.25	0.00	80.00	85.00	88.00	营业外支出	1.57	7.26	3.40	4.08	4.91
应付票据及应付账款	1,788.65	1,381.17	2,634.95	2,434.78	3,898.02	利润总额	307.22	400.53	757.70	989.86	1,447.03
其他	725.91	635.12	936.00	854.00	1,298.74	所得税	68.47	99.20	204.20	257.07	376.23
流动负债合计	2,659.81	2,016.29	3,650.95	3,373.78	5,284.76	净利润	238.75	301.32	553.50	732.79	1,070.80
长期借款	250.00	229.00	30.00	25.00	40.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	238.75	301.32	553.50	732.79	1,070.80
其他	36.55	59.49	43.02	46.36	49.62	每股收益(元)	0.60	0.75	1.38	1.83	2.67
非流动负债合计	286.55	288.49	73.02	71.36	89.62						
负债合计	2,946.36	2,304.78	3,723.97	3,445.14	5,374.39	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	45.30%	-3.72%	26.29%	27.54%	26.22%
资本公积	553.91	553.91	553.91	553.91	553.91	营业利润	-24.66%	30.84%	91.52%	30.79%	46.54%
留存收益	1,494.29	1,695.40	2,110.15	2,598.02	3,341.49	归属于母公司净利润	-21.43%	26.21%	83.69%	32.39%	46.13%
其他	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)	(553.91)	获利能力					
股东权益合计	1,895.29	2,096.40	2,511.15	2,999.02	3,742.49	毛利率	27.80%	23.90%	24.86%	24.87%	25.76%
负债和股东权益总计	4,841.65	4,401.19	6,235.12	6,444.15	9,116.88	净利率	2.35%	3.08%	4.48%	4.65%	5.38%
						ROE	12.60%	14.37%	22.04%	24.43%	28.61%
						ROIC	45.48%	23.07%	58.79%	60.66%	73.92%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	60.85%	52.37%	59.73%	53.46%	58.95%
净利润	238.75	301.32	553.50	732.79	1,070.80	净负债率	-30.30%	-42.09%	-48.38%	-48.49%	-66.89%
折旧摊销	56.03	76.97	27.59	31.69	35.15	流动比率	1.54	1.69	1.46	1.63	1.54
财务费用	4.23	3.93	(12.37)	(17.82)	(20.92)	速动比率	0.60	1.01	0.58	0.80	0.67
投资损失	(10.45)	(23.31)	(13.15)	(15.64)	(17.37)	营运能力					
营运资金变动	(819.60)	818.75	(116.42)	(189.02)	335.18	应收账款周转率	36.08	40.27	89.09	52.89	62.62
其它	201.80	21.42	(66.67)	11.11	14.81	存货周转率	5.47	5.06	5.36	5.25	5.40
经营活动现金流	(329.24)	1,199.09	372.49	553.12	1,417.67	总资产周转率	2.56	2.12	2.33	2.49	2.56
资本支出	151.78	129.41	76.47	76.67	46.73	每股指标(元)					
长期投资	1.76	0.21	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.60	0.75	1.38	1.83	2.67
其他	(358.34)	(910.07)	10.01	(163.25)	(109.00)	每股经营现金流	-0.82	2.99	0.93	1.38	3.54
投资活动现金流	(204.80)	(780.44)	86.48	(86.59)	(62.26)	每股净资产	4.73	5.23	6.26	7.48	9.33
债权融资	396.10	229.85	110.57	110.76	128.72	估值比率					
股权融资	558.65	10.02	12.37	17.82	20.92	市盈率	69.05	54.71	29.78	22.50	15.40
其他	(267.97)	(511.68)	(368.60)	(355.50)	(438.09)	市净率	8.70	7.86	6.56	5.50	4.40
筹资活动现金流	686.78	(271.81)	(245.67)	(226.92)	(288.44)	EV/EBITDA	71.48	34.48	22.78	15.31	9.66
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	79.58	38.34	23.77	15.82	9.90
现金净增加额	152.73	146.84	213.30	239.61	1,066.96						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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