

三只松鼠 (300783.SZ) 聚焦坚果、备战分销，战略调整成效显著

2021年10月20日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2021/10/20
当前股价(元)	35.32
一年最高最低(元)	61.13/34.14
总市值(亿元)	141.63
流通市值(亿元)	80.17
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.27
近3个月换手率(%)	122.32

中小盘研究团队
● 2021 前三季度业绩同比+67.35%，坚果龙头战略调整成效显著

2021年10月20日晚，公司发布三季度报告。2021前三季度实现营业收入70.70亿元，同比-2.23%，实现归母净利润4.42亿元，同比+67.35%。单季度来看，2021Q3实现营业收入18.09亿元，同比-8.59%，实现扣非后归母净利润0.89亿元，同比+38.01%。自2020年，公司坚持“互联网去中心化”战略，坚持主品牌以利润产出为战略导向，聚焦坚果品类，盈利能力显著提升，2021Q3单季度净利率已提升至5%（同比+1.14pct，环比+2.69pct）。考虑公司利润率提升超预期，我们小幅上调公司2021-2023年归母净利润预计分别为5.40(+0.71)/6.51(+0.50)/7.69(+0.33)亿元，对应EPS分别为1.35(+0.18)/1.62(+0.12)/1.92(+0.08)元/股，对应当前股价的PE分别为26.2/21.7/18.4倍，维持“买入”评级。

● 主品牌“三只松鼠”持续缩减SKU，新品牌“小鹿蓝蓝”高速增长

公司围绕聚焦坚果战略持续缩减SKU，坚果品类营收占比及毛利率显著提升。同时，公司全力备战分销业务，已于2021Q3搭建共230名优质经销商团队，与80%以上中国百强连锁商超建立经销合作，并打造33款经销专供单品。“品牌驱动+品类扩容+效率提升”的分销模式保障公司线下业务长期可持续发展。此外，公司新品牌“小鹿蓝蓝”在2021前三季度实现营收3.32亿，在保持高速增长的同时持续优化推广费率，投入产出比逐季提升，2021Q3亏损已大幅收窄。

● 线下业务与新电商全面布局，静待坚果龙头重新崛起

公司平台电商销售下滑（2021H1天猫平台销售同比-26.8%，京东同比+9.4%），但在新电商平台全面发力，拼多多销售额同比+360%，抖音、快手等同比增长超10倍，社区团购同比+300%，2021H1新电商业务占比已提升至10%。同时，公司积极拓展线下渠道，在投食店和联盟小店之外，新分销收入快速增长，占比已达40%左右。根据公司披露，预计2023年分销业务整体实现收入50亿元的目标。三只松鼠是国内坚果龙头企业，目前正处于战略转型阵痛期，静待公司向全渠道协同的休闲零食龙头进发。

● 风险提示：利润率提升不及预期，线上渠道持续受冲击等。
相关研究报告

《中小盘信息更新-品牌定位进一步清晰，渠道布局走向均衡》-2021.8.17
 《中小盘信息更新-股权激励和合伙人持股着眼长远，利润率持续提升》-2021.6.23
 《中小盘信息更新-2021Q1业绩超预期，战略转型成效持续显现》-2021.4.22

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,173	9,794	10,880	12,418	14,269
YOY(%)	45.3	-3.7	11.1	14.1	14.9
归母净利润(百万元)	239	301	540	651	769
YOY(%)	-21.4	26.2	79.1	20.7	18.2
毛利率(%)	27.8	23.9	25.9	26.1	26.2
净利率(%)	2.3	3.1	5.0	5.2	5.4
ROE(%)	12.6	14.4	21.3	20.8	20.0
EPS(摊薄/元)	0.60	0.75	1.35	1.62	1.92
P/E(倍)	59.3	47.0	26.2	21.7	18.4
P/B(倍)	7.5	6.8	5.6	4.5	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4085	3416	4944	4978	6820	营业收入	10173	9794	10880	12418	14269
现金	970	1112	1120	1982	2160	营业成本	7345	7454	8062	9177	10527
应收票据及应收账款	260	226	314	303	406	营业税金及附加	51	33	35	48	50
其他应收款	41	51	51	66	69	营业费用	2298	1712	1893	2148	2454
预付账款	74	65	90	86	116	管理费用	175	221	234	248	285
存货	2480	1389	2795	1968	3496	研发费用	50	53	54	62	71
其他流动资产	260	573	573	573	573	财务费用	-14	-10	-28	-42	-54
非流动资产	756	985	1011	1054	1122	资产减值损失	-2	-2	-3	0	0
长期投资	6	6	7	7	8	其他收益	27	47	47	47	47
固定资产	396	521	558	609	664	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	116	114	128	142	154	投资净收益	10	23	22	23	23
其他非流动资产	239	345	317	295	296	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	4842	4401	5954	6031	7942	营业利润	300	392	702	845	1006
流动负债	2660	2016	3165	2675	3910	营业外收入	9	16	10	12	12
短期借款	145	0	0	0	0	营业外支出	2	7	3	4	5
应付票据及应付账款	1789	1381	2047	1856	2621	利润总额	307	401	708	853	1013
其他流动负债	726	635	1118	820	1289	所得税	68	99	169	201	244
非流动负债	287	288	254	220	189	净利润	239	301	540	651	769
长期借款	250	229	194	161	130	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	59	59	59	59	归母净利润	239	301	540	651	769
负债合计	2946	2305	3419	2895	4099	EBITDA	359	459	754	896	1032
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.60	0.75	1.35	1.62	1.92
股本	401	401	401	401	401						
资本公积	554	554	554	554	554	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	940	1141	1579	2077	2619	成长能力					
归属母公司股东权益	1895	2096	2535	3136	3843	营业收入(%)	45.3	-3.7	11.1	14.1	14.9
负债和股东权益	4842	4401	5954	6031	7942	营业利润(%)	-24.7	30.8	78.9	20.4	19.0
						归属于母公司净利润(%)	-21.4	26.2	79.1	20.7	18.2
						获利能力					
						毛利率(%)	27.8	23.9	25.9	26.1	26.2
						净利率(%)	2.3	3.1	5.0	5.2	5.4
						ROE(%)	12.6	14.4	21.3	20.8	20.0
						ROIC(%)	10.1	12.1	18.3	18.2	17.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	60.9	52.4	57.4	48.0	51.6
						净负债比率(%)	-28.5	-39.2	-32.3	-54.5	-49.8
						流动比率	1.5	1.7	1.6	1.9	1.7
						速动比率	0.5	0.7	0.5	0.9	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	2.6	2.1	2.1	2.1	2.0
						应收账款周转率	36.1	40.3	40.3	40.3	40.3
						应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.60	0.75	1.35	1.62	1.92
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	2.99	0.36	2.51	0.83
						每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.23	6.32	7.82	9.58
						估值比率					
						P/E	59.3	47.0	26.2	21.7	18.4
						P/B	7.5	6.8	5.6	4.5	3.7
						EV/EBITDA	37.9	28.8	17.6	13.8	11.8

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-329	1199	144	1005	333
净利润	239	301	540	651	769
折旧摊销	56	77	72	84	76
财务费用	-14	-10	-28	-42	-54
投资损失	-10	-23	-22	-23	-23
营运资金变动	-619	846	-418	334	-435
其他经营现金流	19	9	-0	-0	-0
投资活动现金流	-205	-780	-75	-105	-121
资本支出	216	325	25	42	68
长期投资	10	-448	-1	-1	-1
其他投资现金流	21	-904	-51	-63	-55
筹资活动现金流	687	-272	-61	-38	-34
短期借款	145	-145	0	0	0
长期借款	0	-21	-35	-34	-31
普通股增加	41	0	0	0	0
资本公积增加	504	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-106	-26	-5	-3
现金净增加额	152	147	8	862	178

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn