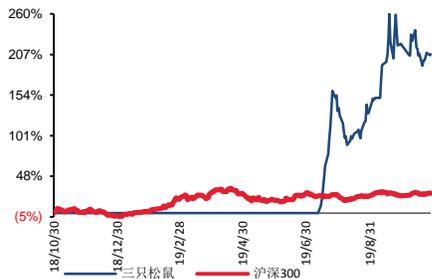


日常消费 食品与主要用品零售 II

三只松鼠三季报点评：上市大促表现良好，毛利率下降扣非利润正增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/41
总市值/流通(百万元)	26,025/2,661
12个月最高/最低(元)	76.03/21.14

相关研究报告：

三只松鼠(300783)《三只松鼠跟踪报告：一只百亿，最贵的松鼠》——2019/09/19

三只松鼠(300783)《三只松鼠中报点评：淡季不淡逆势发力，静待未来利润花开》——2019/09/01

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

点评事件：三只松鼠发布 2019 年三季报，前三季度实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 67.15 亿元、2.96 亿元、2.85 亿元，分别增长 43.79%、10.40%、26.36%，归母净利率 5.91%（同比-1.33pct）；Q3 营收、归母净利润、归母扣非净利润 22.03 亿元、2921 万元、2340 万元，分别同比增长 53.24%、-50.95%、10.06%，归母净利率 1.33%（同比-2.82pct）。Q3 收入增速符合预期。

收入分析：上市大促引流效果良好，旺季来临全年高增确定性强

2019 年前三季度公司实现营收 67.15 亿元，同比增长 43.79%(Q1:28.67 亿元/+23.69%; Q2: 16.43 亿元/+68.22%; Q3: 22.03 亿元/+53.24%)，Q3 公司借上市之际，推出了满 300 减 200 等大幅度促销活动，满减活动引流效果良好。

淘系平台表现良好，非淘系亦有不错表现。根据阿里数据，2019Q3 公司线上休闲零食销售额 23.39 元，同比增长 64.49%，因口径问题阿里数据增速一般比公司财务口径增速更高。我们预计公司阿里系报表口径收入增速约为 45%+，非阿里系收入增速更高，公司在各个线上平台均有不错表现。

上市大促引流良好，淡季不淡继续持续。休闲零食季节性明显，Q1、Q4 为销售旺季，销售收入占比 70%左右，一方面是气温较低需求较高，二是元旦、春节等传统节日送礼需求旺盛，三是电商销售模式影响，双十一、双十二、年终大促、腊八年货节也有很大的带货效应。Q2、Q3 为传统的淡季，今年出现淡季不淡的情况，主要与去年战略调整基数较小、今年行业线上表现较好、公司借助上市之际进行大规模促销引流有关。

旺季即将来临，全年高增确定性强。站在当前，公司即将迎来双十一、双十二、年终大促、年货节等，今年较往年线上预售启动更早，我们预计 Q4 增速有望延续前三季度态势，全年收入高增确定性强。

利润分析：Q3 大促下毛利率预期内下滑，但利润为正且正向增长

2019 前三季度公司毛利率 29.15%(同比-0.05pct)，期间费用率 22.94%（同比+1.43pct），其中销售费用率 20.94%（同比+0.75pct），主要是运输费和平台服务费影响，归母净利率 4.40%（同比-1.33pct），主要是费用率大幅提升。

Q3 公司毛利率 25.66%（同比-0.65pct），下降明显主要是上市大促，满减活动成本同等确认，收入确认较少所致。期间费用率 24.08%（同比-0.35pct），其中销售费用率小幅下滑 0.13pct。公司营业净利率 1.67%，同比下滑 3.21pct，主要是其他收益（政府补助）下降 4400 万，而非毛利和费用影响。

公司前三季度实现扣非净利润 2.85 亿元，同比增长 26.36%，Q3 扣非净利润 2340 万元，同比增长 10.06%，主要是政府补助大幅下降导致增速远低于收入增速，如果将减少的政府补助回加回去，扣非净利润增长有望与收入增速水平。全年来看，我们预计 Q4 有望持续利润为正、正向增长的态势，全年利润也有一定确定性。

公司逻辑：紧抓风口+特色突出+资本助力，成就线上零食第一品牌

三只松鼠成立于 2012 年，最初以高毛利坚果零食起家，经过 6 年时间的的发展，公司已成长为线上休闲零食第一品牌，年销售额超过 70 亿元。三只松鼠的成功离不开 2012 年以来电商渠道的快速崛起，其凭借差异化的品牌形象和贴心的用户体验，迅速占领消费者心智，加之资本助力，快速提高公司市占率，迅速成长为线上休闲零食第一品牌。

(1) 线上：线上渗透仍有空间，未来深度挖掘流量红利

流量红利趋减，但线上仍有很大空间。根据中商产业研究院数据，休闲零食市场规模 2018 年突破 1 万亿，增速保持在 3-5%左右。由于高冲动、非目的性消费的特征，休闲零食目前线上人群渗透率约为 19%，远低于护肤品（35%）、化妆品（27%）、婴儿奶粉（22%）等快消品。三只松鼠在天猫和京东的渗透率为 11.87%和 5.57%，仍有很大提升空间。未来公司将继续深度挖掘线上流量红利，不断提升渗透率。

(2) 线下：齐步推进直营和加盟，战略利用新渠道

齐步推进直营和加盟。三只松鼠线下包括三只松鼠投食店、松鼠小店、零售通等分销渠道和团购渠道。由于零售通物流成本和配送网络要求较高，并存在一定委托代理问题，公司暂不做线下重点，战略上注重投食店和松鼠小店。其中投食店定位于品牌宣传，小店定位于更多触达消费者。

未来展望：未来重市占率轻利润，静待未来利润花开

(1) 收入端来说，未来三年三只松鼠仍以市占率为首要目标，不断提高渗透率，基于对休闲零食行业未来趋势的分析和判断，我们认为其销售额仍能保持 25%+ 的增速。同时线下注重投食店和松鼠小店，线下将对收入有一定贡献，但占比不大，对增速贡献有限。

(2) 利润端来说，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。同时我们预计公司净利率缓慢提升，主要系营销费用等规模效应逐步显现。

盈利预测与评级：维持公司“买入”评级

长期来看，公司线上渗透仍有空间，线下齐步推进直营和加盟，未来 3 年公司以市占率为首要目标，我们预计收入端仍能保持 25%+ 的增速，预期未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升。短期来看，Q4 旺季即将来临，今年双十一预售期较往年更早，各大平台间竞争更加激烈。

因此，我们上调 2019 年收入、下调 19 年利润预期。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 100 亿、130 亿、163 亿。我们按照 2020 年 2.5 倍 PS 估值，调整目标价至 80 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；公司业绩季节波动性风险；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7001	10012	13015	16269
增长率 (%)	26%	43%	30%	25%
净利润(百万元)	304	364	473	582
增长率 (%)	1%	20%	30%	23%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.91	1.18	1.45

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。