

三只松鼠(300783)/饮料制造

收入延续高增，期待旺季表现

评级：买入(维持)

市场价格：69.44

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：彭毅
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

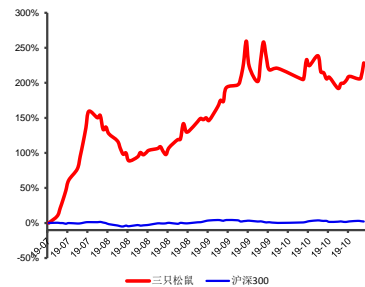
Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

研究助理：龙凌波

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	41
市价(元)	69.44
市值(百万元)	27,800
流通市值(百万元)	27,800

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 三只松鼠_深度报告：线上优势显著，数字化供应链赋能未来

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554	7,001	9,604	11,767	14,249
增长率 yoy%	25.58%	26.05%	37.18%	22.52%	21.10%
净利润	302	304	339	418	511
增长率 yoy%	27.70%	0.61%	11.69%	23.11%	22.33%
每股收益(元)	0.75	0.76	0.94	1.16	1.42
每股现金流量	1.11	1.59	0.21	1.83	0.60
净资产收益率	37.38%	27.33%	4.09%	4.28%	4.25%
P/E	92.20	91.64	73.66	59.83	48.91
PEG	8.07	4.84	5.76	5.24	2.58
P/B	34.47	25.05	3.01	2.56	2.08

备注：

投资要点

- **事件：2019 年前三季度公司实现收入 67.15 亿元，同比增长 43.79%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比增长 10.40%，实现扣非归母净利润 2.85 亿元，同比增长 26.36%，基本每股收益 0.80 元，同比增长 7.68%。**
- **Q3 收入延续高增，扣非净利保持正增长。**19Q3 公司收入增速为 53.24%，延续了上半年高增长势头，我们认为公司上市促销活动收效良好，助力公司淡季收入取得优异表现。19Q3 公司归母净利润增速为-50.95%，主要是今年较去年同期政府补助减少 4403.53 万元，扣非归母净利润增速为 10.06%，仍维持正增长，扣非利润增速低于收入增速主要是公司促销活动给予折扣力度较大导致净利率下降。分产品来看，我们预计坚果收入保持稳健增长，零食等新品类收入延续快速放量，预计坚果占比已低于 50%且持续下降，产品结构趋于多元化。分渠道来看，公司继续延续以线上渠道为主、以线下松鼠投食店(直营)+松鼠小店(加盟)为两翼的全渠道策略，线上渠道约占公司收入 90%，我们预计新用户增加带来的订单量爆发是 Q3 线上收入增长的主要动力，线下门店增强消费者体验，根据草根调研截至 9 月松鼠小店已达到 129 家，环比 Q2 增加超过 50 家，小店毛利率在 35%-40% 之间。
- **促销导致毛利率下降，费用率维持平稳。**19Q3 公司毛利率为 25.66%，同比下降 0.65pct，我们认为主要是公司推行爆款策略和新品策略，爆款作为引流单品毛利率较低，新品由于促销力度大导致毛利率低于平均水平。19Q3 期间费用率为 23.65%，同比提升 0.21pct，其中销售费用率为 21.77%，同比下降 0.12pct，管理费用率为 2.45%，同比提升 0.54pct，财务费用率为 -0.14%，同比下降 0.21pct，各项费用率基本保持平稳。19Q3 净利率为 1.33%，同比下降 2.82pct，主要是毛利率下降和所得税率提升(同比提升 7.22pct)所致。19Q3 公司经营活动现金流量净额为-1.25 亿元，同比下降 44.38%，主要是公司经营性各项费用及税金增加所致。
- **全年收入端有望延续高增，数字化供应链赋能未来。**公司立足线上，近年来快速成长既离不开线上红利的深度释放，又从根本上取决于公司强大的品牌、渠道以及供应链壁垒。短期来看，公司今年乘上市东风，通过推出促销活动一方面吸引新用户，另一方面增强老用户粘性，表明公司当前仍处于以收入、份额为导向的阶段，预计四季度旺季公司将延续前三季度增长态势，全年收入端有望实现快速增长。长期来看，公司一方面将持续深挖线上主战场，提升线上渗透率；另一方面向数字化供应链平台转型，深

耕供应链打造产业共同体，通过供应链的快速反向定制，向用户提供更丰富的产品，我们看好供应链管理对公司未来新零售业态的赋能。

- **投资建议：维持“买入”评级。**公司三季度收入环比上半年加速增长，我们预计四季度旺季收入将延续高增势头。我们调整盈利预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为96.04/117.67/142.49亿元，同比增长37.18%/22.52%/21.10%；净利润分别为3.39/4.18/5.11亿元，同比增长11.69%/23.11%/22.33%，对应EPS分别为0.94/1.16/1.42元（前次为1.01/1.23/1.52元），维持“买入”评级。
- **风险提示：食品质量问题、市场竞争加剧、原材料价格波动。**

图表 1: 三只松鼠三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,554	7,001	9,604	11,767	14,249	货币资金	418	817	7,683	9,413	11,399
增长率	25.6%	26.1%	37.2%	22.5%	21.1%	应收款项	161	330	343	482	517
营业成本	-3,948	-5,023	-6,937	-8,468	-10,231	存货	1,088	1,240	1,974	1,949	2,791
%销售收入	71.1%	71.8%	72.2%	72.0%	71.8%	其他流动资产	123	92	156	127	197
毛利	1,606	1,978	2,667	3,299	4,017	流动资产	1,789	2,478	10,157	11,971	14,905
%销售收入	28.9%	28.2%	27.8%	28.0%	28.2%	%总资产	82.0%	80.0%	93.8%	94.3%	95.1%
营业税金及附加	-31	-32	-43	-53	-64	长期投资	4	4	4	4	4
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	266	255	251	244	235
营业费用	-1,075	-1,461	-1,998	-2,483	-3,021	%总资产	12.2%	8.2%	2.3%	1.9%	1.5%
%销售收入	19.4%	20.9%	20.8%	21.1%	21.2%	无形资产	64	114	158	201	242
管理费用	-102	-113	-154	-194	-242	非流动资产	393	618	674	727	776
%销售收入	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	%总资产	18.0%	20.0%	6.2%	5.7%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	398	371	473	569	690	资产总计	2,182	3,096	10,831	12,698	15,681
%销售收入	7.2%	5.3%	4.9%	4.8%	4.8%	短期借款	0	0	66	147	245
财务费用	1	9	2	3	4	应付款项	1,050	1,620	2,095	2,428	3,042
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	50	82	82	82	82
资产减值损失	7	8	5	3	2	流动负债	1,099	1,702	2,243	2,656	3,369
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	254	250	250	250	250
投资收益	6	6	-30	-15	-15	其他长期负债	21	33	33	33	33
%税前利润	1.4%	1.4%	—	—	—	负债	1,374	1,985	2,526	2,939	3,652
营业利润	411	394	450	559	681	普通股股东权益	808	1,112	8,306	9,759	12,029
营业利润率	7.4%	5.6%	4.7%	4.8%	4.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	4	1	0	0	负债股东权益合计	2,182	3,096	10,831	12,698	15,681
税前利润	410	398	451	559	681						
利润率	7.4%	5.7%	4.7%	4.8%	4.8%	比率分析					
所得税	-104	-98	-101	-136	-166		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	25.4%	24.6%	22.5%	24.2%	24.4%	每股指标					
净利润	302	304	339	418	511	每股收益 (元)	0.75	0.76	0.94	1.16	1.42
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股净资产 (元)	2.01	2.77	23.07	27.11	33.41
归属于母公司的净利润	302	304	339	418	511	每股经营现金净流 (元)	1.11	1.59	0.21	1.83	0.60
净利率	5.4%	4.3%	3.5%	3.6%	3.6%	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.19	0.23	0.28
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	37.38%	27.33%	4.09%	4.28%	4.25%
净利润	302	304	339	418	511	总资产收益率	13.84%	9.81%	3.13%	3.29%	3.26%
加: 折旧和摊销	34	48	40	44	48	投入资本收益率	51.44%	48.65%	68.99%	46.46%	71.35%
资产减值准备	7	8	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	25.58%	26.05%	37.18%	22.52%	21.10%
财务费用	4	4	-2	-3	-4	EBIT增长率	31.14%	-7.06%	18.51%	25.83%	22.27%
投资收益	-6	-6	30	15	15	净利润增长率	27.70%	0.61%	11.69%	23.11%	22.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产增长率	2.35%	41.90%	249.79%	17.23%	23.49%
营运资金的变动	99	325	-323	262	-331	资产管理能力					
经营活动现金净流	447	637	84	736	239	应收账款周转天数	11.8	12.6	12.6	12.6	12.6
固定资本投资	-101	-158	-60	-60	-50	存货周转天数	73.1	59.8	60.2	60.0	59.9
投资活动现金净流	-182	-238	-140	-125	-115	应付账款周转天数	81.3	80.1	80.7	80.4	80.6
股利分配	0	0	-68	-84	-102	固定资产周转天数	14.2	13.4	9.5	7.6	6.0
其他	-266	-4	6,990	1,202	1,964	偿债能力					
筹资活动现金净流	-266	-4	6,922	1,119	1,862	净负债/股东权益	-69.66%	-668.59%	-109.54%	-112.75%	-125.00%
现金净流量	0	395	6,866	1,730	1,986	EBIT利息保障倍数	-581.7	-40.6	-198.6	-203.8	-183.4
						资产负债率	62.98%	64.10%	23.32%	23.15%	23.29%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。