

三只松鼠 (300783)

证券研究报告

2019年11月01日

19Q3 扣非净利+10%yoy, 双十一开启大联盟模式未来可期

营业收入: 公司 2019Q1-Q3 营收为 67.15 亿元, 同比增长 43.79%; 2019Q3 实现营收 22.03 亿元, 同比增长 53.24%, 主要系品类扩张带动销售收入增长。

毛利率: 公司 2019Q1-Q3 毛利率为 29.15%, 同比下降 0.05pct。2019Q3 毛利率达 25.66%, 同比减 0.65pct。

期间费用: 公司 2019Q1-Q3 期间费用率(含研发)为 22.94%, 同比增 0.91pct, 主要系销售费用率上升影响。①销售费用率: 公司 2019Q1-Q3 销售费用率 20.94%, 同比增加 0.75pct, 主要系销售规模扩大, 推广费用及运输费用增加所致; ②管理费用率: 公司 2019Q1-Q3 管理费用率为 1.71%, 同比增加 0.28pct, 主要系销售规模扩大, 各类费用增加所致; ③财务费用率: 公司财务费用率为-0.18%, 同比下降 0.09pct, 主要系主要系利息收入和其他收入增加所致。

净利润: 公司 2019Q1-Q3 归母净利润为 2.96 亿元, 同比上升 10.40%。其中 2019Q3 归母净利润为 2921.00 万元, 同比下降 50.95%。公司 2019Q1-Q3 净利率 4.40%, 同比下降 1.34pct。2019Q3 业绩下滑主要为较同期政府补助减少 4403 万元, 我们预计政府补贴将于 4 季度体现在公司报表中。公司 2019Q1-Q3 扣非归母净利润为 2.85 亿元, 同比增加 26.36%, 2019Q3 扣非归母净利润为 2340 万元, 同比增加 10.06%。

现金流: 公司 2019Q1-Q3 经营活动净现金流为 3.21 亿元, 同比减少 44.38%; 投资活动净现金流为-1.51 亿元, 同比减少 1.40%; 筹资活动净现金流为 5.58 亿元, 同比增加 5.59 亿元, 主要系公司上市发行股票募集资金所致。公司现金流充沛, 2019 年三季度末货币资金达 15.45 亿元。

公司为电商休闲食品第一股, 柔性供应链缩短市场反应速度, 高效链接商品与消费者。 上游通过 OEM/ODM 轻资产模式, 两级管理制度加强质控; 中游打造松鼠 IP, 深度情感营销, 提升产品辨识度, 同时延伸发展方向; 下游通过大数据分析获取终端需求改进产品质量。数字化平台提升整体运作效率, 快速发掘市场机会。

拓展坚果外其他零食品类提升渗透率, 一主两翼布局打通线上线下空间。 公司以坚果品类为重心, 布局烘焙、果干、肉干等其他品类, 提升全零食市场渗透率。公司以打造以线上为核心, 推进线下投食店(直营)+小店(加盟), 布局社交电商, 新分销等新机会渠道, 降低线上单位推广成本, 拥抱新流量。

开启“大联盟”时代, 商业模式创新。 公司于 10 月 12 日举办了 2019 年双 11 启动大会暨大联盟发布会, 将开启“大联盟”时代, 首先解决传统意义上甲乙双方之间的交易关系, 其次解决生产力和生产关系之间的变化。“大联盟”通过同一园区“联盟工厂”的落地, 使零售和制造一体化, 将直接带来“15 天极鲜的货品、货款 0 账期、信任可控的质量、在一起的家人”的新商业模式。

维持盈利预测, 给予买入评级。预计公司 19-21 年净利润分别为 3.9/5.1/6.7 亿元, 坚定推荐。

风险提示: 线上平台流量成本提升, 线下开店不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554.19	7,001.17	8,785.19	11,026.55	13,812.33
增长率(%)	25.58	26.05	25.48	25.51	25.26
EBITDA(百万元)	423.44	403.65	542.12	699.50	897.58
净利润(百万元)	302.02	303.86	393.74	513.92	665.34
增长率(%)	27.70	0.61	29.58	30.52	29.46
EPS(元/股)	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66
市盈率(P/E)	93.35	92.79	71.61	54.86	42.38
市净率(P/B)	34.90	25.36	18.23	13.68	10.34
市销率(P/S)	5.08	4.03	3.21	2.56	2.04
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.67	37.80	29.95

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	70.31 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)	41.00
A 股总市值(百万元)	28,194.31
流通 A 股市值(百万元)	2,882.71
每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	49.45
一年内最高/最低(元)	81.50/17.62

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@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:剔除补贴影响后 Q3 利润正增长, 双十一开启大联盟模式未来可期》 2019-10-21
- 《三只松鼠-公司点评:持续推出系列动画片, 推进品牌多元化发展》 2019-08-15
- 《三只松鼠-首次覆盖报告:攻“坚”之战成就零食帝国》 2019-07-15



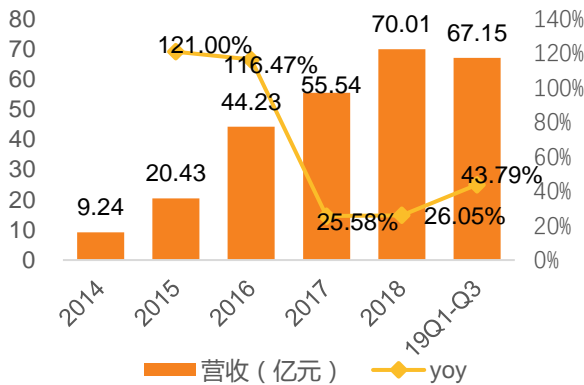
1. 事件

公司公告，公司 2019Q1-Q3 营收为 67.15 亿元，同比增长 43.79%；归母净利润为 2.96 亿元，同比增长 10.40%；归母扣非净利润为 2.85 亿元，同比增长 26.36%。其中，2019Q3 营收为 22.03 亿元，同比增长 53.24%；归母净利润为 2921.00 万元，同比下降 50.95%。

2. 点评

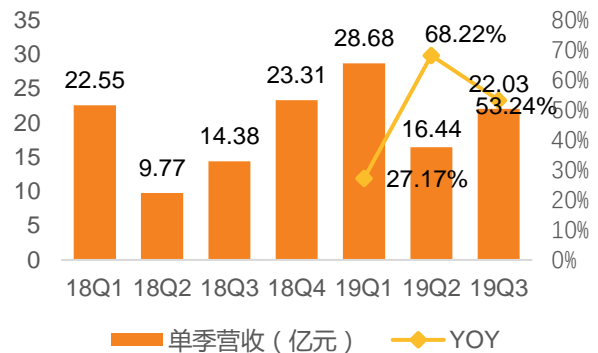
收入端：公司 2019Q1-Q3 营收为 67.15 亿元，同比增长 43.79%，主要系公司销售规模扩大所致；2019Q3 实现营收 22.03 亿元，同比增长 53.24%，主要系品类扩张带动销售收入增长。

图 1：公司 2019Q1-Q3 营业收入同比增长 43.79%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

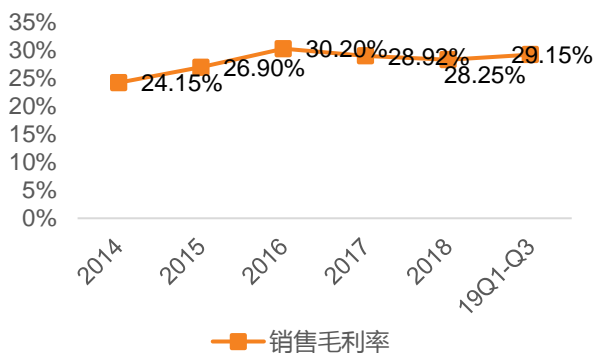
图 2：公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

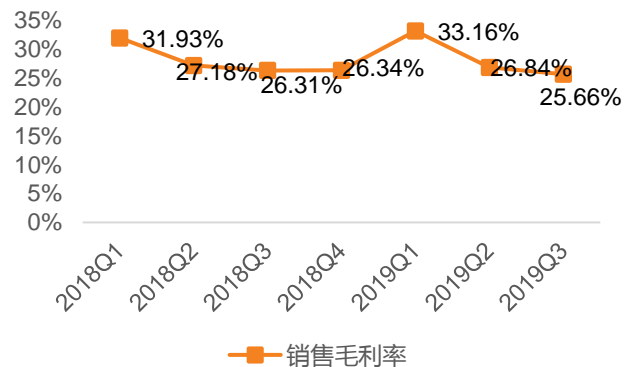
毛利率：公司 2019Q1-Q3 毛利率为 29.15%，同比下降 0.05pct。2019Q3 毛利率达 25.66%，同比减 0.65pct。

图 3：公司 2019Q1-Q3 综合毛利率为 29.15%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

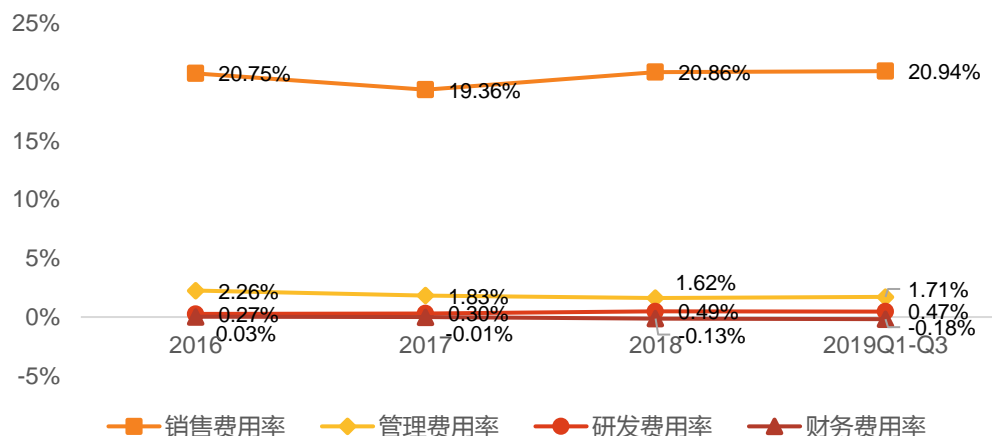
图 4：公司分季度毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

期间费用：公司 2019Q1-Q3 期间费用率（含研发）为 22.94%，同比增 0.91pct，主要系销售费用率上升影响。①销售费用率：公司 2019Q1-Q3 销售费用率 20.94%，同比增加 0.75pct，主要系公司销售规模扩大，推广费用及运输费用增加所致；②管理费用率：公司 2019Q1-Q3 管理费用率为 1.71%，同比增加 0.28pct，主要系公司销售规模扩大，各类费用增加所致；③财务费用率：公司财务费用率为 -0.18%，同比下降 0.09pct，主要系主要系公司利息收入和其他收入增加所致。

图 5：公司 2019Q1-Q3 期间费用率同比增 0.91pct 至 22.94%

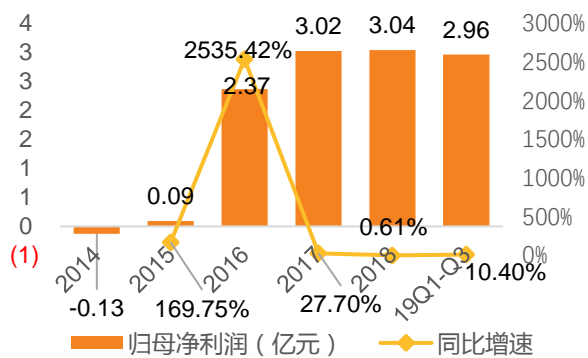


资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利润：公司 2019Q1-Q3 归母净利润为 2.96 亿元，同比上升 10.40%。其中 2019Q3 归母净利润为 2921.00 万元，同比下降 50.95%。公司 2019Q1-Q3 净利率 4.40%，同比下降 1.34pct。

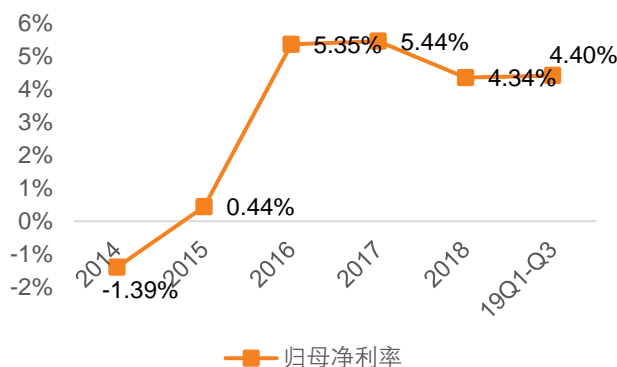
2019Q3 业绩下滑主要为较同期政府补助减少 4403 万元，我们预计政府补贴将于 4 季度体现在公司报表中。公司 2019Q1-Q3 扣非归母净利润为 2.85 亿元，同比增加 26.36%，2019Q3 扣非归母净利润为 2340 万元，同比增加 10.06%。

图 6：公司 2019Q3 净利润同比下降 50.95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

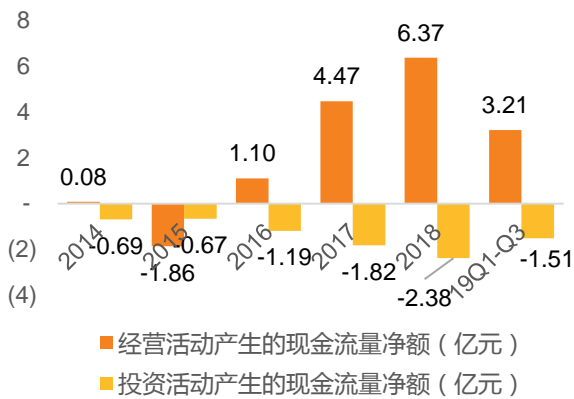
图 7：公司 2019Q1-Q3 净利率为 4.40%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

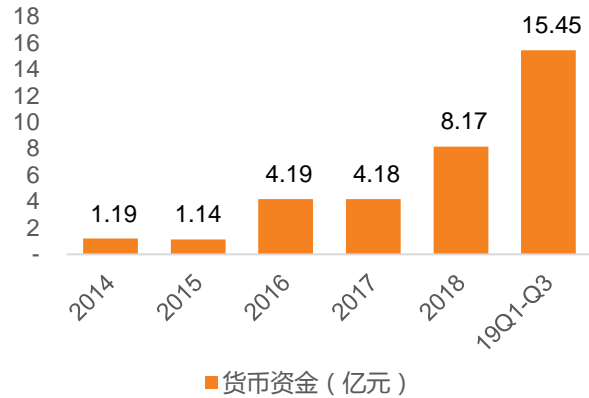
现金流：公司 2019Q1-Q3 经营活动净现金流为 3.21 亿元，同比减少 44.38%，主要系公司经营规模扩大，经营性支付的各项费用及税金增加所致；投资活动净现金流为 -1.51 亿元，同比减少 1.40%；筹资活动净现金流为 5.58 亿元，同比增加 5.59 亿元，主要系公司上市发行股票募集资金所致。公司现金流充沛，2019 年三季度末货币资金达 15.45 亿元。

图 8：经营活动净现金大于投资活动净现金



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司货币资金充沛



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 长期逻辑

公司为电商休闲食品第一股，柔性供应链缩短市场反应速度，高效链接商品与消费者。上游通过 OEM/ODM 轻资产模式，两级管理制度加强质控；中游打造松鼠 IP，深度情感营销，提升产品辨识度，同时延伸发展方向；下游通过大数据分析获取终端需求改进产品质量。数字化平台提升整体运作效率，快速发掘市场机会。

拓展坚果外其他零食品类提升渗透率。公司以坚果品类为重心，布局烘焙、果干、肉干等其他品类，提升全零食市场渗透率。

一主两翼布局打通线上线下空间。公司以打造以线上为核心，推进线下投食店（直营）+ 小店（加盟），布局社交电商，新分销等新机会渠道，降低线上单位推广成本，拥抱新流量。

开启“大联盟”时代，商业模式创新。公司于 10 月 11 日举办了 2019 年双 11 启动大会暨大联盟发布会，将开启“大联盟”时代，首先解决传统意义上甲乙双方之间的交易关系，其次解决生产力和生产关系之间的变化。“大联盟”通过同一园区“联盟工厂”的落地，使零售和制造一体化，将直接带来“15 天极鲜的货品、货款 0 账期、信任可控的质量、在一起的家人”的新商业模式。

维持盈利预测，给予买入评级。预计公司 19-21 年净利润分别为 3.9/5.1/6.7 亿元，坚定推荐。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	418.01	816.80	404.70	1,984.48	1,538.13
应收票据及应收账款	140.21	303.64	231.53	32.42	48.80
预付账款	68.58	48.04	114.74	95.43	156.59
存货	1,087.55	1,239.72	2,179.57	2,024.63	3,385.43
其他	74.50	70.09	70.06	94.41	84.79
流动资产合计	1,788.84	2,478.28	3,000.59	4,231.37	5,213.73
长期股权投资	3.95	4.04	4.04	4.04	4.04
固定资产	266.10	255.31	336.34	405.07	453.42
在建工程	19.22	188.25	148.95	137.37	112.42
无形资产	64.46	114.07	110.32	106.58	102.83
其他	39.62	56.54	30.19	19.41	19.55
非流动资产合计	393.36	618.21	629.85	672.47	692.26
资产总计	2,182.20	3,096.49	3,630.43	4,903.84	5,905.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	897.34	1,339.38	1,550.76	2,067.90	2,470.24
其他	202.03	362.31	263.03	500.81	434.03
流动负债合计	1,099.37	1,701.70	1,813.79	2,568.72	2,904.27
长期借款	254.00	250.00	250.00	250.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.91	33.02	20.13	24.68	25.94
非流动负债合计	274.91	283.02	270.13	274.68	275.94
负债合计	1,374.28	1,984.71	2,083.92	2,843.40	3,180.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	50.14	50.14	50.14	50.14	50.14
留存收益	447.92	751.78	1,145.52	1,659.44	2,324.79
其他	(50.14)	(50.14)	(50.14)	(50.14)	(50.14)
股东权益合计	807.92	1,111.78	1,546.52	2,060.44	2,725.79
负债和股东权益总	2,182.20	3,096.49	3,630.43	4,903.84	5,905.99

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	302.02	303.86	393.74	513.92	665.34
折旧摊销	33.68	47.98	22.02	26.60	30.35
财务费用	3.83	3.79	(4.36)	(11.53)	(18.49)
投资损失	(5.80)	(5.69)	(4.45)	(4.45)	(4.45)
营运资金变动	98.74	325.15	(808.86)	1,119.26	(1,092.04)
其它	14.53	(38.59)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	447.00	636.50	(401.91)	1,643.80	(419.30)
资本支出	138.61	230.17	72.89	75.44	48.74
长期投资	1.95	0.09	0.00	0.00	0.00
其他	(322.10)	(468.11)	(128.43)	(150.99)	(94.29)
投资活动现金流	(181.54)	(237.85)	(55.55)	(75.55)	(45.55)
债权融资	254.00	250.00	250.00	250.00	250.00
股权融资	0.68	9.10	45.36	11.53	18.49
其他	(520.48)	(263.21)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
筹资活动现金流	(265.80)	(4.11)	45.36	11.53	18.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(0.33)	394.55	(412.10)	1,579.78	(446.35)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,554.19	7,001.17	8,785.19	11,026.55	13,812.33
营业成本	3,947.92	5,023.41	6,307.86	7,999.49	10,041.60
营业税金及附加	31.01	32.15	39.65	53.99	64.47
营业费用	1,075.38	1,460.71	1,752.86	2,103.43	2,608.25
管理费用	101.66	113.47	132.76	151.34	177.07
研发费用	16.77	34.12	30.95	38.85	48.66
财务费用	(0.68)	(9.10)	(4.36)	(11.53)	(18.49)
资产减值损失	6.67	7.82	5.46	11.00	9.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.80	5.69	4.45	4.45	4.45
其他	(37.58)	(64.94)	(8.91)	(8.91)	(8.91)
营业利润	407.26	397.85	524.46	684.44	885.73
营业外收入	3.04	5.35	4.06	4.15	4.52
营业外支出	3.98	1.36	3.13	2.82	2.44
利润总额	406.33	401.83	525.39	685.76	887.81
所得税	104.31	97.97	131.65	171.84	222.46
净利润	302.02	303.86	393.74	513.92	665.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	302.02	303.86	393.74	513.92	665.34
每股收益(元)	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.58%	26.05%	25.48%	25.51%	25.26%
营业利润	28.84%	-2.31%	31.83%	30.50%	29.41%
归属于母公司净利润	27.70%	0.61%	29.58%	30.52%	29.46%
获利能力					
毛利率	28.92%	28.25%	28.20%	27.45%	27.30%
净利率	5.44%	4.34%	4.48%	4.66%	4.82%
ROE	37.38%	27.33%	25.46%	24.94%	24.41%
ROIC	51.44%	48.65%	79.80%	37.04%	212.01%
偿债能力					
资产负债率	62.98%	64.10%	57.40%	57.98%	53.85%
净负债率	-20.30%	-50.98%	-10.00%	-84.18%	-47.26%
流动比率	1.63	1.46	1.65	1.65	1.80
速动比率	0.64	0.73	0.45	0.86	0.63
营运能力					
应收账款周转率	33.34	31.55	32.83	83.55	340.12
存货周转率	4.92	6.02	5.14	5.25	5.11
总资产周转率	2.57	2.65	2.61	2.58	2.56
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66
每股经营现金流	1.11	1.59	-1.00	4.10	-1.05
每股净资产	2.01	2.77	3.86	5.14	6.80
估值比率					
市盈率	93.35	92.79	71.61	54.86	42.38
市净率	34.90	25.36	18.23	13.68	10.34
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.67	37.80	29.95
EV/EBIT	0.00	0.00	53.85	39.29	31.00

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