

证券研究报告—动态报告/公司快评

三只松鼠 (300783)
增持

重大事件快评

(维持评级)

2019年12月04日

提前实现百亿目标，松鼠进入新时期

证券分析师： 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980517080001
证券分析师： 孙山山 13751048798 sunss@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980519100001

事项：

2019年12月03日午间，公司发布公告称，截止12月3日，三只松鼠2019年已实现100亿销售额（含税口径）。

国信观点：

我们认为该业绩超预期，百亿目标提前一年实现，松鼠进入后百亿时代。休闲食品行业一般二三季度是消费者培育期（即淡季），一四季度是收获期（旺季）。公司作为线上休闲食品龙头，当前正稳步向线下渠道拓展。我们维持19-21年EPS分别为0.97/1.22/1.53元，当前股价对应PE分别为59/47/37，未来一年合理估值区间为75.67-77.29元，维持“增持”评级。

评论：

■ 提前实现百亿目标，松鼠进入新时期

公司提前一年实现百亿目标，超预期。当前公司产品形成以坚果、果干、烘焙、肉制品为核心品类的休闲食品产品矩阵，是一家以休闲食品为核心的制造型自有品牌多业态零售商。

考虑2020年春节比往年提前，12月进入休闲食品销售旺季，公司业绩值得期待。公司是线上休闲食品三巨头之首，线上市占率几乎等于第二、三名之和（根据阿里数据显示：公司市占率为11%-13%，百草味市占率为6%-7%，良品铺子市占率为5%-6%，目前三只松鼠市占率几乎等于第二、三名之和且有扩大趋势）。

■ 产品渠道双管齐下，线下门店拓展顺利

当前公司采取“全品类、全渠道、全下沉”策略，未来增长点：产品端，降低坚果比重，提升零食占比，最新数据显示公司坚果比重已下降至50%以下，零食比重提升至35%左右，未来零食占比有望超过坚果比重；为保证品质供应，公司在全国规划六大园区，布局100家联盟工厂，未来将借助“工厂联盟”，公司产品从生产端到店铺可以控制在15天以内，实现极鲜短保。

渠道端，公司目前正在打通全渠道，线下渠道分为新零售、直营性质的投食店和联盟性质的松鼠小店，其中线下收入中95%来自投食店和松鼠小店，目前松鼠小店全国已破200家，投食店预计超100家。公司对松鼠小店给予很多支持和帮助，如为解决流动资金不足，给予店长融资50万（仅用于小店进货）；成立城市战队，全程帮扶店主；优化物流，最快4小时达；未来将开放一人多店以及“县城承包制”等措施。

■ 双十一表现亮眼，线上线下齐开花

今年双十一，三只松鼠表现亮眼，其全渠道销售额 10.49 亿（19 分 23 秒销售额破亿，1 小时左右销售额超 2 亿），同增超 50%；其中线上销售额 9.23 亿（+43.55%），线下 1.26 亿（+226%），96 家线下投食店销售额同增 89%，147 家松鼠小店销售额同增 9539%。产品方面，超亿的单品有每日坚果和零食大礼包，超 2000 万的有坚果大礼包、巨型零食、夏威夷果、碧根果、开心果及开口松子。

线上方面：阿里数据显示公司上市效应明显，收入获得强劲增长：7 月销售额同增 92%，8 月同增 66%，9 月同增 43%，10 月同增 23%。

线下方面：2020 年松鼠小店的目标 1000 家店，届时将初步达成“点线成面”的规模效应。2025 年公司开店目标：1 千家投食店，1 万家松鼠小店。投食店选址在商圈，面积 200-300 平方米左右，兼具网红、品牌体验功能；松鼠小店选址在街边或 mall，面积 50-80 平米，兼具零售、打造本地商圈功能。

整体而言，公司作为线上休闲食品龙头，当前正稳步向线下渠道拓展。我们维持 19-21 年 EPS 分别为 0.97/1.22/1.53 元，当前股价对应 PE 分别为 59/47/37，未来一年合理估值区间为 75.67-77.29 元，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全问题；旺季销售不及预期；线下门店拓展不及预期。

关键财务指标

公司近五年营收、归母净利润保持正常波动，公司是线上休闲食品三巨头之首，一、四季度是公司销售旺季。

图 1: 2014A-2018A 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

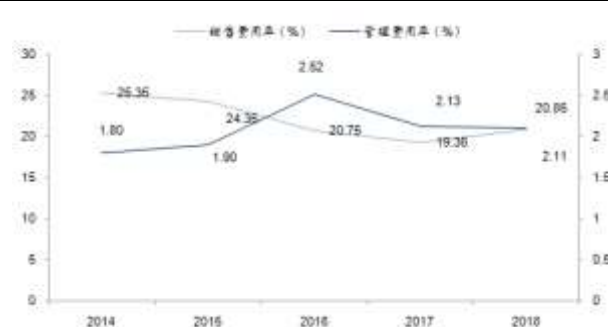
图 2: 2014A-2018A 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

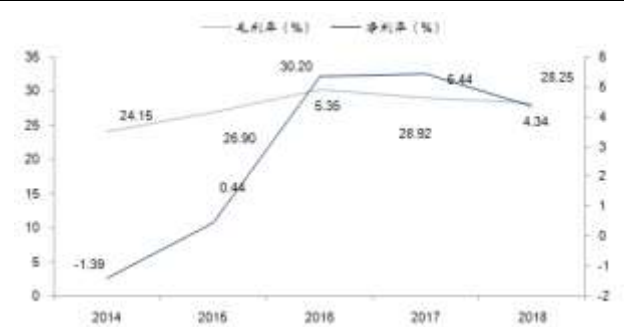
公司近五年销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率波动正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。

图 3: 2014A-2018A 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4: 2014A-2018A 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

三只松鼠属于休闲食品，我们选择同属于休闲食品的桃李面包、洽洽食品作比较。

可比公司简介：

洽洽食品：公司是线下休闲食品龙头，总部位于安徽合肥。主要产品包括瓜子、坚果类、薯片等，其中瓜子类占公司收入近 67%，坚果类占比近 12%。从具体产品来看，18 年蓝袋瓜子销售额超 7 亿，预计红袋、绿袋瓜子增速超 10%，蓝袋瓜子增速超 30%；小黄袋每日坚果销售额超 5 亿，山药产品销售额超 6000 万。公司立足于瓜子和坚果两大战略核心领域，逐步拓展休闲食品细分领域核心单品，以三大重点新品类“洽洽蓝袋瓜子”、“小黄袋每日坚果”、“山药妹/嘿铁棍山药脆片”为落脚点。未来 5 年百亿目标：瓜子 60 亿、坚果 40 亿。

桃李面包：公司是国内短保面包龙头，于 1997 年在辽宁沈阳成立，2015 年上交所上市。公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售，截至 2018 年底，公司已在全国 17 个区域建立生产基地，产品共有 3 大系列 30 余个品种，主要包括软式面包、起酥面包和调理面包三大系列。此外，公司还生产传统节日食品如月饼、粽子等。截止 2018 年底，公司在全国有 20 多万个零售终端。

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值(亿)	股价(元) 2019-12-03	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
洽洽食品	买入	163	32.22	0.97	1.11	1.25	33.22	29.03	25.78
桃李面包	买入	272	41.25	1.18	1.46	1.81	34.96	28.25	22.79
平均	-			1.08	1.29	1.53	34.09	28.64	24.28
三只松鼠	增持	230	57.29	0.97	1.22	1.53	59.37	47.03	37.37

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	817	1018	1154	1208
应收款项	330	459	641	885
存货净额	1240	1736	2408	3463
其他流动资产	92	186	308	485
流动资产合计	2478	3420	4531	6060
固定资产	444	605	733	830
无形资产及其他	114	110	105	100
投资性房地产	57	57	57	57
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	3096	4194	5429	7051
短期借款及交易性金融负债	0	160	150	140
应付款项	1339	1828	2528	3463
其他流动负债	362	531	726	984
流动负债合计	1702	2519	3404	4586
长期借款及应付债券	250	250	250	250
其他长期负债	33	43	51	60
长期负债合计	283	293	301	310
负债合计	1985	2812	3705	4896
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1112	1383	1725	2155
负债和股东权益总计	3096	4194	5429	7051

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.84	0.97	1.22	1.53
每股红利	0.01	0.29	0.37	0.46
每股净资产	3.09	3.45	4.30	5.37
ROIC	23%	22%	25%	27%
ROE	27%	28%	28%	29%
毛利率	28%	29%	29%	29%
EBIT Margin	5%	5%	5%	4%
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%
收入增长	26%	33%	32%	31%
净利润增长率	1%	27%	26%	26%
资产负债率	64%	67%	68%	69%
息率	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
P/E	67.9	59.4	47.0	37.4
P/B	18.6	16.6	13.3	10.7
EV/EBITDA	55.7	55.3	43.5	35.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7001	9317	12320	16156
营业成本	5023	6657	8766	11452
营业税金及附加	32	47	68	97
销售费用	1461	1985	2649	3506
管理费用	113	200	276	376
财务费用	(9)	3	4	2
投资收益	6	80	90	100
资产减值及公允价值变动	(8)	(1)	(1)	(1)
其他收入	19	0	0	0
营业利润	398	505	648	823
营业外净收支	4	8	8	8
利润总额	402	513	656	831
所得税费用	98	126	167	216
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	304	387	488	615

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	304	387	488	615
资产减值准备	1	5	4	4
折旧摊销	34	38	51	63
公允价值变动损失	8	1	1	1
财务费用	(9)	3	4	2
营运资本变动	308	(49)	(67)	(271)
其它	(1)	(5)	(4)	(4)
经营活动现金流	654	377	473	408
资本开支	(183)	(200)	(180)	(160)
其它投资现金流	0	(20)	0	0
投资活动现金流	(183)	(220)	(180)	(160)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(4)	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(116)	(147)	(184)
其它融资现金流	(57)	160	(10)	(10)
融资活动现金流	(72)	44	(157)	(194)
现金净变动	399	201	136	54
货币资金的期初余额	418	817	1018	1154
货币资金的期末余额	817	1018	1154	1208
企业自由现金流	440	112	222	169
权益自由现金流	379	270	210	158

相关研究报告

《三只松鼠-300783-2019年三季报点评：上市效应明显，线下渠道拓展顺利》 ——2019-10-30

《三只松鼠-300783-深度报告：零食 3.0 时代，松鼠进入新时期》 ——2019-10-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032