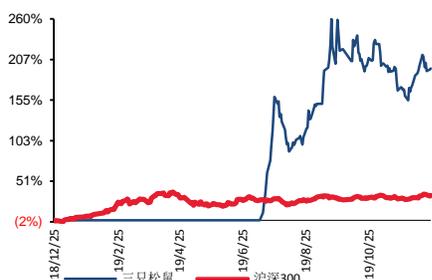


日常消费 食品与主要用品零售 II

三只松鼠动态点评：提价迎接年货季，线下推进展未来

■ 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)	25,067/2,563
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》
--2019/10/30

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：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件：近期参加公司调研活动，公司2019年销售额已突破百亿，计划完成较好，明年目标仍以规模为主而非利润，工作重点在组织建设、内部优化，努力实现对松鼠小店的管理赋能。

商业模式：线下复制线上“高效”模式，打造“制造型自有品牌多业态零售商”

打造“制造型自有品牌多业态零售商”。三只松鼠成立于2012年，最初以高毛利坚果零食起家，现在已经形成以坚果、果干、烘焙、肉食四大品类阵营。目前公司发展已经跨越第一阶段，电商B2C阶段，步入第二阶段，即定位“制造型自有品牌多业态零售商”，多业态指的是线上、线下渠道全覆盖，其中线下有三种模式：投食店、松鼠小店、阿里零售通京东新通路。

线下将复制线上“高效”模式。三只松鼠紧抓风口、特色突出、外加资本助力，迅速成长为线上零食第一品牌。公司总结线上最大优势为“效率”，可以实现35-40天品类上新。线上向线下迁移时，公司将“效率”优势复制到线下，即建立“大联盟”，实现联盟工厂到联盟小店的快速连接，走“桃李+711”模式，通过快速响应提高效率，快速实现从工厂到消费者手中。线下高效来源于完善的供应链管理，从而实现对原料端、生产端、渠道端、消费端的高效把控。

未来展望：长期希望实现十年千亿目标，中期依旧重规模轻利润

长期十年千亿目标，中期仍重规模轻利润。长期来说，从行业层面来说，休闲零食市场规模5000亿-10000亿，目前尚未出现千亿规模企业，三只松鼠未来希望实现十年千亿目标。中期来看，公司依旧重规模轻利润，利用规模给自己带来的优势，对原料端、生产端、渠道端、消费端进行整合，实现线下厂商到消费者的高效连接。

线上渗透仍有空间，未来深度挖掘流量红利。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

执业资格证书编码：S1190519100001

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。

线下推进直营和加盟，重视加盟小店管理。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。投食店定位于品牌宣传，小店定位于触达更多消费者，零售通等定位于传统渠道铺货。未来松鼠小店将担负起高效触达消费者的重任，但门店管理仍将是工作重中之重。

今明两年：19 年全渠道成交额破百亿，20 年线下推进有望初见成效

2019 年全渠道成交额破百亿。2019 年收入占比来看，线上：线下占比在 9：1。截至目前线下投食店有 101 家，松鼠小店 228 家，预计年年底为 250 家。截至 2019 年 12 月 3 日公司全渠道成交额突破 100 亿元，提早完成销售额百亿目标。

2020 年线下持续推进，年货季提价为利润提供保障。2020 年公司线上稳定增长，线下投食店有望开到 200-250 家，松鼠小店开到 1000 家，我们预计收入增速约为 30%-40%。近期公司线下统一全渠道价格，基准价格上调 5%-8%，并在年货季执行动态价格调控，线上相应提价，我们认为此次提价将部分增厚公司利润，为全年利润提供一定保障。

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 30%+的增速，未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升。**短期来看**，年货季即将来临，线下全渠道提价 5%-8%，线上相应提价，此次提价将部分增厚公司利润，为 2020 年利润提供一定保障。

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，维持 80 元目标价，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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。