

三只松鼠 (300783.SZ) 业绩预告低于预期, 不改全国化、全品类、全渠道 休闲零食平台扩张步伐

2020年01月23日

投资评级: 买入 (维持)
——中小盘信息更新

日期	2020/1/23
当前股价(元)	61.55
一年最高最低(元)	81.50/17.62
总市值(亿元)	246.82
流通市值(亿元)	25.24
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	504.04

任浪 (分析师)	孙金钜 (分析师)
renlang@kysec.cn	sunjinju@kysec.cn
证书编号: S0790519100001	证书编号: S0790519110002

● 费用投入加大, 业绩预告低于预期

公司公告了2019年度的业绩预告, 预计实现归属上市公司股东的净利润2.3-2.8亿元, 同比下降8-24%, 其中四季度预计亏损1567-6567万元, 业绩低于预期。四季度是公司的传统旺季, 公司为扩大市场占有率加大了费用的投入, 从而导致四季度出现亏损。公司目前正处于线上渠道向线下扩张, 同时向全产业链布局 and 全品类扩张的关键时期, 盈利的小幅下滑带来的是收入的加速增长, 龙头地位更加稳固。考虑到公司加大了费用投入, 我们下调公司2019-2021年归母净利润分别至2.60 (-0.95) /4.84/6.86亿元, 对应EPS为0.65 (-0.23) /1.21/1.71元。休闲零食行业十分分散, 公司作为龙头正处于快速扩张时期, 我们建议用PS进行估值, 当前股价对应2019-2021年PS为2.54/1.95/1.49倍, 维持“买入”评级。

● 扩张期加大投入, 利润率下降的同时带来收入增长加速

公司作为休闲零食领域电商渠道的龙头, 目前正处于线上向线下拓展、“联盟工厂”模式向上游延伸进行全产业链布局、以及全品类扩张的关键时期。休闲零食万亿市场且行业十分分散, 目前正处于快速的品牌化集中阶段。公司加大费用投入, 牺牲部分利润来提升用户数量和市场占有率的做法符合行业的发展趋势。四季度作为公司的旺季, 在加大投入的背景下公司2019年“双11”全渠道销售额达10.49亿元, 同比增长54%, 较2018年(同比41%)实现了加速增长。同时, 公司公告在2019年12月3日上午全渠道成交额突破了100亿元, 成为了第一家休闲零食年交易额破百亿的公司。

● 向着全国化、全品类、全渠道休闲零食龙头平台挺进

公司借助全国化的品牌影响力和供应链能力, 开始发力线下渠道, 进一步打开了渠道拓展空间和产品品类拓展瓶颈。未来随着线下渠道的成功拓展, 公司将成为唯一一家实现全国化、全品类、全渠道的休闲零食平台, 龙头地位进一步稳固。

● 风险提示: 线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、价格体系混乱等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554	7,001	9,731	12,646	16,601
YOY(%)	25.6	26.1	39.0	30.0	31.3
净利润(百万元)	302	304	260	484	686
YOY(%)	27.7	0.6	-14.6	86.5	41.6
毛利率(%)	28.9	28.2	28.3	28.8	29.1
净利率(%)	5.4	4.3	2.7	3.8	4.1
ROE(%)	37.4	27.3	18.9	26.6	27.8
EPS(摊薄/元)	0.75	0.76	0.65	1.21	1.71
P/E(倍)	81.7	81.2	95.1	51.0	36.0
P/B(倍)	30.5	22.2	18.0	13.5	10.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

中小盘研究团队
相关研究报告

《中小盘首次覆盖报告-电商龙头发力线下, 向全国化、全品类休闲零食平台进发》-2019.12.26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1789	2478	3165	4100	5451
现金	418	817	663	1243	1331
应收票据及应收账款	140	304	313	488	564
其他应收款	20	27	39	46	65
预付账款	69	48	114	97	180
存货	1088	1240	1992	2182	3268
其他流动资产	54	43	43	43	43
非流动资产	393	618	764	903	1081
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	266	255	390	514	666
无形资产	64	114	132	151	173
其他非流动资产	59	245	237	233	239
资产总计	2182	3096	3928	5003	6533
流动负债	1099	1702	2233	2860	3733
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	897	1339	1767	2245	2993
其他流动负债	202	362	466	615	741
非流动负债	275	283	283	278	291
长期借款	254	250	250	245	258
其他非流动负债	21	33	33	33	33
负债合计	1374	1985	2516	3139	4024
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	401	401	401
资本公积	50	50	50	50	50
留存收益	398	702	936	1361	1943
归属母公司股东权益	808	1112	1412	1864	2509
负债和股东权益	2182	3096	3928	5003	6533

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5554	7001	9731	12646	16601
营业成本	3948	5023	6976	9010	11763
营业税金及附加	31	32	36	55	75
营业费用	1075	1461	2170	2694	3536
管理费用	102	113	175	228	293
研发费用	17	34	48	59	78
财务费用	-1	-9	-16	-40	-53
资产减值损失	7	8	0	0	0
其他收益	26	53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	6	4	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	407	398	345	645	914
营业外收入	3	5	3	4	4
营业外支出	4	1	2	3	3
利润总额	406	402	346	646	915
所得税	104	98	87	162	229
净利润	302	304	260	484	686
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	304	260	484	686
EBITDA	444	442	372	682	960
EPS(元)	0.75	0.76	0.65	1.21	1.71

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	26.1	39.0	30.0	31.3
营业利润(%)	28.8	-2.3	-13.2	86.9	41.6
归属于母公司净利润(%)	27.7	0.6	-14.6	86.5	41.6
获利能力					
毛利率(%)	28.9	28.2	28.3	28.8	29.1
净利率(%)	5.4	4.3	2.7	3.8	4.1
ROE(%)	37.4	27.3	18.9	26.6	27.8
ROIC(%)	28.2	21.4	14.5	21.5	23.2
偿债能力					
资产负债率(%)	63.0	64.1	64.0	62.7	61.6
净负债比率(%)	-17.9	-48.2	-23.3	-48.8	-38.2
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.7	0.5	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9
应收账款周转率	33.3	31.5	31.5	31.5	31.5
应付账款周转率	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.76	0.65	1.21	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.59	-0.23	1.88	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.77	3.42	4.55	6.15
估值比率					
P/E	81.7	81.2	95.1	51.0	36.0
P/B	30.5	22.2	18.0	13.5	10.0
EV/EBITDA	55.2	54.7	65.4	34.9	24.7

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	447	637	-92	755	290
净利润	302	304	260	484	686
折旧摊销	34	48	40	56	75
财务费用	-1	-9	-16	-40	-53
投资损失	-6	-6	-4	-4	-5
营运资金变动	111	288	-372	258	-413
其他经营现金流	7	12	0	0	0
投资活动现金流	-182	-238	-182	-191	-248
资本支出	185	244	145	139	179
长期投资	4	6	-0	-0	-0
其他投资现金流	8	12	-37	-52	-70
筹资活动现金流	-266	-4	120	17	46
短期借款	-158	0	0	0	0
长期借款	0	-4	0	-5	12
普通股增加	54	0	41	0	0
资本公积增加	-54	0	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-0	78	22	34
现金净增加额	-0	394	-154	580	88

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835