

产品渠道供应链多重发力, 业绩高增长

投资要点

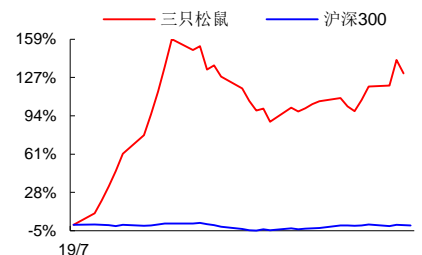
- **事件:** 公司发布2019年中期报告, 上半年实现收入45.1亿元(+39.6%), 归母净利润2.7亿元(+28%); 其中Q2实现收入16.4亿元(+68.2%), 归母净利润1717万元, 同比扭亏为盈。业绩表现超预期。
- **Q2收入增长大幅提速, 零食、礼盒系列表现抢眼。** 1、Q2收入增长68%, 环比Q1的27%大幅提速, 主要原因有二: 1)“618”促销创佳绩, 据第三方数据显示, 公司618活动期间, 三天全网销售额达2.3亿元, 同比增幅超155%; 2)公司采取下沉市场和新品策略, 零食系列快速放量(相比较坚果, 烘焙糕点、果脯蜜饯等休闲零食的季节性消费不明显)。2、分品类来看, 坚果类实现收入22亿元(+9.6%), 占比已降至50%以下, 传统坚果增速已逐步放缓, 每日坚果等品类则快速放量, 非坚果类实现收入22.9亿元(+86%), 其中零食15.6亿(+75.7%)、果干3.2亿(+41.7%)、干果6787万元(+60.8%)、花茶33.5万元(-83%)、礼盒3.4亿元(+499%), 零食系列快速增长主要是烘焙糕点等系列放量, 成为公司挖掘的又一大品类增长点, 礼盒系列增长主要系春节期间的年货节公司加大了年货礼盒的推广, 销售火爆。目前公司产品品类逐渐丰富, 季节性波动减弱, 坚果类占比降低, 零食等新品类快速放量, 成为公司第二增长曲线, 三只松鼠已经完成从坚果品牌到全品类零食品牌的历史性转变。
- **渠道:“一主两翼”格局形成, 全渠道销售优势明显。** 目前公司形成一主两翼(一主:电商平台, 两翼:投食店+松鼠联盟小店)格局, 与阿里零售通平台、自营APP、团购等共同构筑了公司全渠道营销模式, 实现了对各类消费者群体的深度覆盖。分渠道看: 1、线上: 第三方电商平台(天猫、京东等)实现收入40亿元(预计增速在30%左右), 线上流量增速逐步放缓背景下依旧保持如此高增长实属难得; 自营App实现收入4127万元, 对线上业务形成良好补充。2、线下: 上半年公司已成立投食店73家, 实现收入2.1亿元(+91%), 净利润1566万元(+72%), 投食店坪效高, 盈利能力较强, 且具有较强的体验性, 起到了为线上引流的作用; 联盟小店作为公司赋能加盟商的创新模式, 目前已开设78家, 实现收入5900万元, 以较快速度在全国市场展开。同时, 社交电商、新分销(阿里零售通等平台)、团购等新业态由于刚起步基数较低, 呈现指数级增长。
- **毛利率略有提升, 费用投入加大, 净利润增速略慢于收入。** 1、上半年公司整体毛利率30.9%, 同比+0.36pp, 坚果类毛利率提升2.1个百分点(主要是公司进行了结构优化, 降低了促销力度), 但毛利率略低的零食与礼盒占比提升, 拉低整体毛利率。2、费用: 1)销售费用同比+47.5%, 主要系公司随着业务增长相应的运费、包装费、推广费以及平台服务费均相应增加, 销售费用率提升1.1pp至20.5%; 2)管理费用同比+56%, 主要系规模扩大后导致相应薪酬开支、办公费用大幅增加; 同时公司加大新品研发投入, 研发费用+180%; 管理费用率(含研发)为2.05%, 同比提升0.35pp; 3)财务费用率为-0.2%, 利息收入增加。整体费用率为22.4%, 同比+1.4pp。19H1净利率为5.9%, 同比略微下降0.5pp, 导致净利润增速略慢于收入。
- **数字化赋能供应链, 提升效率。** 公司核心竞争优势是数字化供应链优势, 公司

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 周金菲
执业证号: S1250519080002
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	0.41
52周内股价区间(元)	21.14-54.85
总市值(亿元)	195.05
总资产(亿元)	26.80
每股净资产(元)	3.83

相关研究

1. 三只松鼠(300783): 数字化赋能供应链, 坚果巨头打造零食王国 (2019-08-06)

依托产业链上游 ODM 和 OEM 的轻资产模式，缩短了供应链环节，实现生产和消费者的高效连接；同时公司充分运用大数据准确分析，快速响应市场需求。公司正加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型，以消费者为核心快速反向供应链定制，缩短链条环节，提升运作效率。

- **盈利预测与投资建议。**因为 Q2 业绩超预期，上调盈利预测，预计 2019-2021 年收入复合增速为 29%，归母净利润复合增速为 30%，EPS 分别为 1 元、1.31 元、1.66 元，对应 PE 分别为 49X、37X、29X，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7001.17	9476.95	12031.21	15112.49
增长率	26.05%	35.36%	26.95%	25.61%
归属母公司净利润（百万元）	303.86	400.57	524.43	664.92
增长率	0.61%	31.83%	30.92%	26.79%
每股收益 EPS（元）	0.76	1.00	1.31	1.66
净资产收益率 ROE	27.33%	19.51%	20.99%	21.74%
PE	64	49	37	29
PB	17.54	9.50	7.81	6.38

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：坚果品类高基数下保持 5% 左右的低个位数稳定增长；

假设 2：零食和礼盒快速放量，三年复合增速在 50% 以上；

假设 3：规模效应与供应链优化下，毛利率逐年略提升。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
坚果	收入	3,696.3	3955.0	4152.8	4360.4
	增速	5.4%	7.0%	5.0%	5.0%
	成本	2,648.9	2788.3	2915.3	3052.3
	毛利率	3.6%	5.3%	4.6%	4.7%
零食	收入	2,498.6	3997.8	5596.9	7611.7
	增速	77.4%	60.0%	40.0%	36.0%
	成本	1,775.2	2798.4	3917.8	5328.2
	毛利率	85.1%	57.6%	40.0%	36.0%
果干	收入	492.8	591.4	680.1	768.5
	增速	18.7%	20.0%	15.0%	13.0%
	成本	371.5	443.5	510.0	568.7
	毛利率	25.8%	19.4%	15.0%	11.5%
礼盒	收入	187.2	748.8	1347.8	2021.8
	增速	148.9%	300.0%	80.0%	50.0%
	成本	158.0	748.8	1347.8	2021.8
	毛利率	15.6%	17.0%	19.0%	22.0%
干果	收入	98.1	147.2	206.0	288.4
	增速	-13.4%	50.0%	40.0%	40.0%
	成本	59.4	88.3	123.6	173.0
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
花茶	收入	4.2	0.8	0.8	0.8
	增速	-65.9%	-80.0%	0.0%	0.0%
	成本	2.0	0.4	0.4	0.4
	毛利率	52.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	收入	24.0	36.0	46.8	60.8
	增速	-1.2%	50.0%	30.0%	30.0%
	成本	8.4	12.6	16.4	21.3
	毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	7001.2	9477.0	12031.2	15112.5
	增速	26.1%	35.4%	27.0%	25.6%
	成本	5023.4	6880.4	8831.4	11165.7
	毛利率	28.2%	27.4%	26.6%	26.1%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7001.17	9476.95	12031.21	15112.49	净利润	303.86	400.57	524.43	664.92
营业成本	5023.41	6823.40	8831.36	11165.71	折旧与摊销	47.98	31.06	48.49	63.30
营业税金及附加	32.15	43.52	55.25	69.40	财务费用	-9.10	0.00	0.00	0.00
销售费用	1460.71	1942.77	2285.93	2795.81	资产减值损失	7.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	113.47	142.15	168.44	204.02	经营营运资本变动	312.12	-525.74	-74.12	-14.23
财务费用	-9.10	0.00	0.00	0.00	其他	-26.18	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	7.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	636.50	-100.11	492.80	707.99
投资收益	5.69	6.00	6.00	6.00	资本支出	-158.24	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-79.61	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-237.85	-294.00	-194.00	-94.00
营业利润	397.85	531.10	696.24	883.56	短期借款	0.00	0.00	20.52	-20.52
其他非经营损益	3.98	3.00	3.00	3.00	长期借款	-4.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	401.83	534.10	699.24	886.56	股权融资	0.00	602.00	0.00	0.00
所得税	97.97	133.52	174.81	221.64	支付股利	0.00	-60.77	-80.11	-104.89
净利润	303.86	400.57	524.43	664.92	其他	-0.11	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.11	541.23	-59.60	-125.40
归属母公司股东净利润	303.86	400.57	524.43	664.92	现金流量净额	394.36	147.12	239.20	488.59
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	816.80	963.92	1203.12	1691.71	成长能力				
应收和预付款项	378.27	478.75	609.48	766.42	销售收入增长率	26.05%	35.36%	26.95%	25.61%
存货	1239.72	2206.08	2724.56	3353.75	营业利润增长率	-2.31%	33.49%	31.09%	26.90%
其他流动资产	43.50	79.55	94.94	117.56	净利润增长率	0.61%	31.83%	30.92%	26.79%
长期股权投资	4.04	4.04	4.04	4.04	EBITDA 增长率	-0.80%	28.72%	32.48%	27.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	443.56	718.31	876.20	919.85	毛利率	28.25%	28.00%	26.60%	26.12%
无形资产和开发支出	114.07	111.20	107.75	103.74	三费率	22.35%	22.00%	20.40%	19.85%
其他非流动资产	56.54	53.60	50.66	47.73	净利率	4.34%	4.23%	4.36%	4.40%
资产总计	3096.49	4615.45	5670.76	7004.80	ROE	27.33%	19.51%	20.99%	21.74%
短期借款	0.00	0.00	20.52	0.00	ROA	9.81%	8.68%	9.25%	9.49%
应付和预收款项	1467.90	1997.83	2501.88	3195.20	ROIC	24.50%	22.94%	20.88%	22.66%
长期借款	250.00	250.00	250.00	250.00	EBITDA/销售收入	6.24%	5.93%	6.19%	6.27%
其他负债	266.82	314.04	400.47	501.67	营运能力				
负债合计	1984.71	2561.87	3172.87	3946.87	总资产周转率	2.65	2.46	2.34	2.38
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	26.85	25.98	19.07	18.10
资本公积	50.14	611.14	611.14	611.14	应收账款周转率	31.55	28.79	30.01	29.89
留存收益	701.64	1041.44	1485.75	2045.78	存货周转率	4.32	3.96	3.58	3.67
归属母公司股东权益	1111.78	2053.58	2497.89	3057.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1111.78	2053.58	2497.89	3057.93	资产负债率	64.10%	55.51%	55.95%	56.35%
负债和股东权益合计	3096.49	4615.45	5670.76	7004.80	带息债务/总负债	12.60%	9.76%	8.53%	6.33%
					流动比率	1.46	1.64	1.60	1.62
					速动比率	0.73	0.67	0.66	0.70
					股利支付率	0.00%	15.17%	15.28%	15.77%
					每股指标				
					每股收益	0.76	1.00	1.31	1.66
					每股净资产	2.77	5.12	6.23	7.63
					每股经营现金	1.59	-0.25	1.23	1.77
					每股股利	0.00	0.15	0.20	0.26
业绩和估值指标									
EBITDA	436.73	562.16	744.73	946.86					
PE	64.19	48.69	37.19	29.33					
PB	17.54	9.50	7.81	6.38					
PS	2.79	2.06	1.62	1.29					
EV/EBITDA	38.73	33.38	24.90	19.05					
股息率	0.00%	0.31%	0.41%	0.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn