

## 三只松鼠 (300783.SZ) 买入 (维持评级)

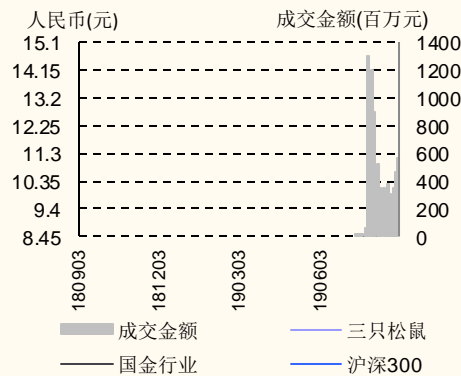
公司点评

市场价格 (人民币): 48.89 元

## 收入高增长, 产业链优势延伸

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	41.00
总市值 (百万元)	19,604.89
年内股价最高最低 (元)	/
沪深 300 指数	3799.59



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.85	0.95	1.23	1.62
每股净资产 (元)	2.24	3.09	4.70	5.27	6.09
每股经营性现金流 (元)	1.24	1.77	0.72	0.67	1.57
市盈率 (倍)	-	-	52	40	30
净利润增长率 (%)	27.70%	0.61%	24.71%	29.54%	32.21%
净资产收益率 (%)	37.38%	27.33%	20.12%	23.22%	26.58%
总股本 (百万股)	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 三只松鼠 1H2019 实现营业收入 45.11 亿元, 同比+39.58%; 归母净利润 2.66 亿元, 同比+27.94%; EPS 0.74 元。公司 Q2 单季度实现营业收入 16.44 亿元, 同比+68.22%; 归母净利润 0.17 亿元, 同比+169.14%。

## 经营分析

- 全渠道模式逐渐成型:** 公司上半年实现营业收入 45.11 亿元, 同比+39.58%, 展现了超强的品牌影响力和产品销售力。分渠道来看, 上半年第三方电商平台收入达到 39.98 亿元, 贡献了 88.62% 的营业收入; 线下投食店和联盟小店达到 73 家和 78 家, 合计实现营业收入 2.73 亿元; 同时上半年特通、团购等其他线下渠道合计贡献 2 亿元左右的收入。公司逐渐形成了电商平台、投食店+松鼠联盟小店的“一主两翼”渠道格局; 并与阿里零售通平台、自营 APP、团购等共同构筑全渠道营销模式, 实现对消费者群体深度覆盖, 同时降低了渠道集中的风险。
- 品类结构不断多元化:** 分品类来看, 上半年坚果和非坚果业务分别实现营业收入 21.95 亿元和 22.89 亿元, 坚果类产品占比降至 48.95%, 增速+9.59%。非坚果品类中零食/果干/干果/礼盒等业务分别实现收入 15.56 亿元/3.25 亿元/6.79 亿元/3.28 亿元, 分别同比+75.65%/+41.72%/+54.48%/+498.68%。各品类均实现可观增长, 品类结构不断多元化。
- 毛利率提升, 费用投放影响净利率水平:** 公司上半年实现毛利率 30.86%, 相较于去年同期和全年分别+0.37pct/+2.61pct, 上半年毛利率提升主要得益于坚果和零食两大业务的毛利率提升。公司上半年投入销售费用 9.26 亿元, 费用率同比+1.1pct 至 20.5%; 其中运输及仓储费用率和平台服务费用率分别同比+1.5pct/+0.8pct, 销售费用率预计将维持稳中略升, 助力公司规模扩张。公司上半年管理费用投入 7097 万元, 费用率提升+0.17pct 至 1.57%, 主因职工薪酬率增长 0.19pct, 公司管理费用投放效率依旧行业领先。综合收入增长和费用投放, 公司上半年实现归母净利润 2.66 亿元, 同比+27.94%; 对应净利率 5.91%, 同比-0.54pct, 费用率的提升幅度高于毛利率改善的程度, 净利率同比略有下降。
- 品类扩张逻辑不断验证, 数字化赋能联动线上线下:** 公司收入对坚果品类的依赖不断降低; 相应的零食品类占比达到 34.5%, 零食业务的快速增长使得公司品类不断多元化, 品类扩张带动收入增长的逻辑不断被验证。公司在信息化、数字化方面大量投入, 将大数据应用与产业链实践相结合, 提升产业链运营和市场响应效率, 着力转型为高效的平台型企业, 真正实现全渠道领先。

## 盈利预测

- 因中报收入规模超预期, 我们调高了公司未来三年的盈利预测; 预计公司 2019-2021 年实现收入 92.11/115.74/141.10 亿元, 同比+31.6%/+25.7%/+21.9%, 较上次预测分别同比 +8.2pct/+13.8pct/+17.5pct; 实现归母净利润 3.79/4.91/6.49 亿元, 同比 +24.7%/+29.5%/+32.2%, 较上次预测分别同比 +5.3pct/+12.4pct/+21.5pct; 实现 EPS 0.95 元/1.23 元/1.62 元, 当前股价对应 PE 分别为 52X/40X/30X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 原材料价格上涨、线上获客成本提升、食品安全的风险、限售股解禁的风险

## 相关报告

- 《进击的休闲食品领军企业-三只松鼠深度报告》, 2019.7.7

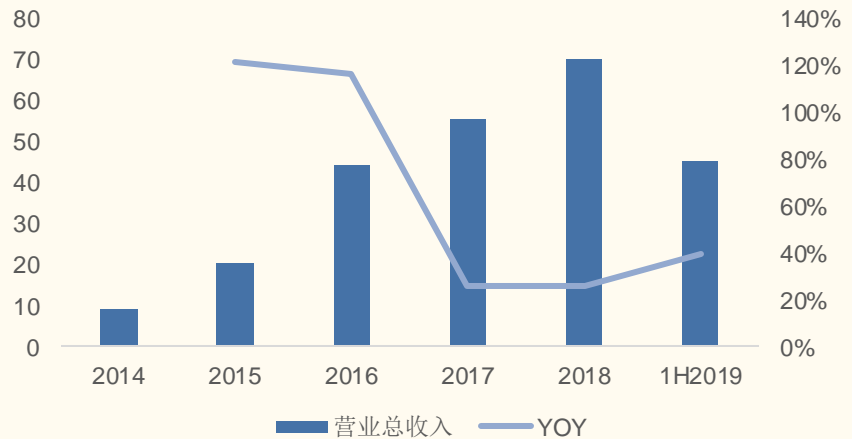
唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

## 收入高增长，线上线下齐开花

- 公司上半年实现营业收入 45.11 亿元，同比+39.58%，展现了超强的品牌影响和产品销售能力。

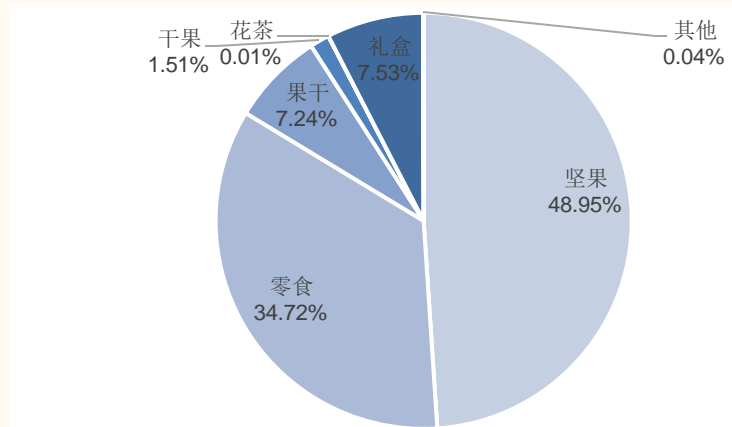
图表 1：公司上半年收入超 45 亿元



来源：公司公告、国金证券研究所

- **收入超 40 亿元，巩固线上领先地位：**分渠道来看，公司作为线上休闲食品领导者，上半年第三方电商平台收入达到 39.98 亿元，贡献 88.62% 的营业收入，对应的营销额 (GMV) 为 48.06 亿元。上半年公司线上活跃用户 2645.58 万人，直发总订单 4007.88 万个，平均订单金额 84.57 元；从坚果到零食的全品类扩张效果显著，叠加“年货价”、“618”等大促活动的催化，规模不断扩张，继续巩固线上龙头地位。自营 APP 渠道上半年实现营业收入 4127.63 万元，对应 GMV 4709.41 万元；总装机量 209.94 万台，注册用户 166.66 万，客单价为 132.71 元，补充线上渠道的同时实现用户的有效拓展。
- **线下业务稳步拓展，加速成熟：**公司上半年在线下加快铺设以品牌和体验为目的的投食店以及能够更便利触达用户的松鼠联盟小店。截止 6 月末，公司投食店和联盟小店总数分别为 73 家和 78 家，合计实现营业收入 2.73 亿元；同时上半年特通、团购等其他线下渠道合计贡献 2 亿元左右的收入。具体来看，公司 73 家投食店集中在江苏、浙江、安徽等 17 个省及直辖市，上半年新开 20 家；上半年投食店坪效 1.75 万元，实现营业收入 2.14 亿元，同比+91.16%；实现净利润 1565.70 万元，同比+72.09%，净利率水平达到 7.31%。公司 78 家联盟小店主要分布在安徽、江苏、山东等 11 个省，上半年坪效 2.09 万元，实现营业收入 5899.69 万元。
- **全渠道模式基本成型，实现消费者的深度覆盖：**公司已经是线上互联网休闲食品的领军品牌，近几年加速抢占线下市场，形成了电商平台、投食店+松鼠联盟小店的“一主两翼”渠道格局；并通过与阿里零售通平台、自营 APP、团购等共同构筑全渠道营销模式，实现对各类消费者群体深度覆盖，同时也降低了渠道集中的风险。我们长期看好公司将线上优势在线下供应链和渠道端重置，提升线下渠道占比，真正实现全渠道领先。
- **非坚果业务快速成长，品类结构不断多元化：**分品类来看，上半年坚果和非坚果业务分别实现营业收入 21.95 亿元和 22.89 亿元，坚果类产品占比降至 48.95%，上半年增长 9.59%。非坚果品类中零食/果干/干果/礼盒等业务分别实现收入 15.56 亿元/3.25 亿元/6.79 亿元/3.28 亿元；分别同比+75.65%/+41.72%/+54.48%/+498.68%，各品类均实现可观增长，品类结构不断多元化。

图表 2：坚果业务占比降至 50% 以下

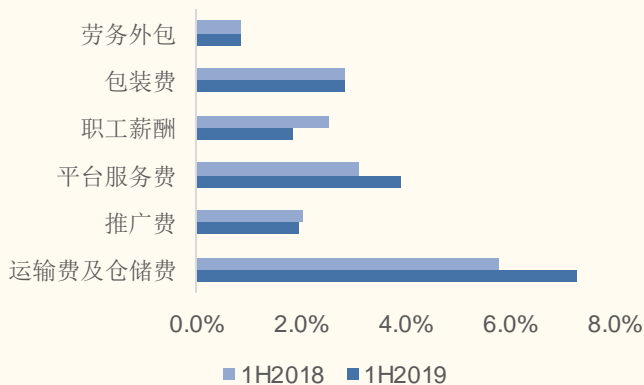


来源：公司公告、国金证券研究所

### 毛利率提升，费用投放影响净利率水平

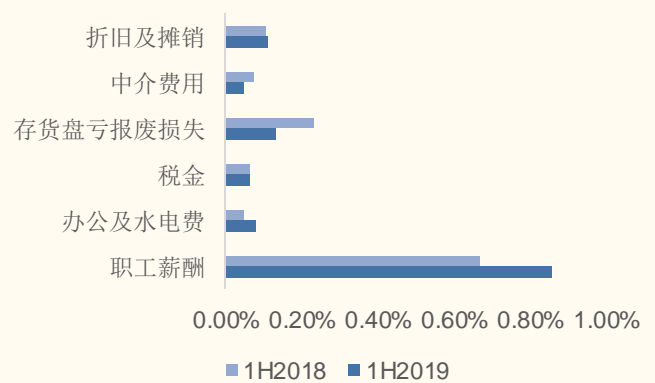
- 毛利率稳步提升：**公司上半年实现毛利率 30.86%，相较于去年同期和全年分别+0.37pct/+2.61pct，毛利率水平持续提升。上半年毛利率提升主要得益于坚果和零食两大业务的毛利率水平提升，其中坚果毛利率提升 2.08pct 至 32.57%，规模效应和毛利率更高的小品类占比提升都对其有推动作用；零食品类毛利率提升 0.31pct 至 31.42%，收入规模扩张的同时折扣等营销活动力度也有所加大，毛利率水平提升幅度较小。长期来看，公司毛利率水平仍将稳步增长，规模和生产效率等多方面的提升将是毛利率增长的重要推动力。
- 销售费用率增加主因运费和平台服务费提升：**公司上半年投入销售费用 9.26 亿元，对应销售费用率为 20.5%，同比+1.1pct；其中运输及仓储费用率和平台服务费用率分别同比+1.5pct/+0.8pct。运输费用提升大概率是因为零食品类平均运输成本高于坚果品类使得整体运输费用率提升；平台服务费增长主要系公司不断扩大投放平台数量，销售规模较小的平台服务费用率更高。长期来看，运输、推广和平台服务等费用仍是公司必要的费用投放，销售费用率将稳中略升，助力公司规模扩张。
- 管理费用投放效率行业领先：**公司上半年管理费用投入 7097 万元，费用率提升+0.17pct 至 1.57%，主要因为职工薪酬率同比增长 0.19pct，公司管理费用投放效率依旧行业领先。

图表 3：公司销售费用率主要项目变化



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司管理费用率主要项目变化



来源：公司公告、国金证券研究所

- **净利率同比略有下降：**综合收入增长和费用投放，公司上半年实现归母净利润 2.66 亿元，同比+27.94%；对应净利率 5.91%，同比-0.54pct，费用率提升幅度高于毛利率改善的程度，净利率同比略有下降。

### 品类扩张逻辑不断验证，数字化赋能联动线上线

- **品类扩张逻辑不断验证：**上半年坚果收入降至 50%以下，公司收入对坚果品类的依赖不断降低；相应的零食品类占比达到 34.5%，零食自身具备多元化，零食业务的快速增长也使得公司品类不断多元化，品类扩张带动收入增长的逻辑不断被验证。公司的产品中，每日坚果、夏威夷果和碧根果等已成为消费者选购坚果炒货的首选之一，同时芒果干、酵母面包以及近期推出的新品纸皮核桃、桑葚干、轻格华夫饼、甜辣鸭系列等各品类产品均备受消费者喜爱；消费者对三只松鼠的认知逐渐从坚果品类向休闲食品品牌转移，有利于公司在三只松鼠的品牌矩阵下叠加更多的品类，进而带动规模不断扩张。
- **数字化赋能提升产业链供应效率，转型平台型企业正当时：**公司在信息化、数字化方面大量投入，将大数据应用与产业链实践相结合，提升产业链运营和市场响应效率。公司已在线上渠道实现数字化赋能传统产业链，实现供应链的前置和组织的高效率。公司正着力将线上的数字化供应链优势在线下渠道重置，真正成为全渠道领先企业，转型成为高效的平台型企业。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,423	5,554	7,001	9,211	11,574	14,110
增长率		25.6%	26.1%	31.6%	25.7%	21.9%
主营业务成本	-3,087	-3,948	-5,023	-6,582	-8,256	-9,996
%销售收入	69.8%	71.1%	71.8%	71.5%	71.3%	70.8%
毛利	1,335	1,606	1,978	2,629	3,318	4,114
%销售收入	30.2%	28.9%	28.2%	28.5%	28.7%	29.2%
营业税金及附加	-15	-31	-32	-42	-53	-65
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-918	-1,075	-1,461	-1,953	-2,431	-2,949
%销售收入	20.8%	19.4%	20.9%	21.2%	21.0%	20.9%
管理费用	-100	-102	-113	-147	-185	-226
%销售收入	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-12	-17	-34	-46	-58	-71
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	291	381	337	441	591	803
%销售收入	6.6%	6.9%	4.8%	4.8%	5.1%	5.7%
财务费用	-1	1	9	11	13	13
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-7	-8	-7	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	6	6	6	4	4
%税前利润	0.6%	1.4%	1.4%	1.2%	0.6%	0.5%
营业利润	316	407	398	501	650	861
营业利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.4%	5.6%	6.1%
营业外收支	0	-1	4	4	4	4
税前利润	316	406	402	505	654	865
利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.5%	5.7%	6.1%
所得税	-79	-104	-98	-126	-164	-216
所得税率	25.1%	25.7%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	237	302	304	379	491	649
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	237	302	304	379	491	649
净利率	5.3%	5.4%	4.3%	4.1%	4.2%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	237	302	304	379	491	649
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	40	56	50	59	66
非经营收益	5	-6	-6	-6	-5	-5
营运资金变动	-150	111	283	-133	-274	-79
经营活动现金净流	110	447	637	290	270	632
资本开支	-119	-185	-244	-186	-181	-171
投资	-1	4	6	0	0	0
其他	1	0	0	6	4	4
投资活动现金净流	-119	-182	-238	-180	-177	-167
股权募资	38	0	0	593	0	0
债权募资	297	-158	0	-1	0	0
其他	-16	-108	-4	-204	-264	-324
筹资活动现金净流	318	-266	-4	389	-264	-324
现金净流量	309	0	394	499	-170	140

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	419	418	817	1,316	1,145	1,286
应收账款	204	161	330	315	422	541
存货	1,168	1,088	1,240	1,479	1,810	2,172
其他流动资产	103	123	92	146	177	210
流动资产	1,893	1,789	2,478	3,255	3,554	4,209
%总资产	88.8%	82.0%	80.0%	81.0%	79.8%	80.5%
长期投资	2	4	4	4	4	4
固定资产	184	285	444	563	667	757
%总资产	8.6%	13.1%	14.3%	14.0%	15.0%	14.5%
无形资产	46	94	143	176	206	234
非流动资产	239	393	618	764	898	1,016
%总资产	11.2%	18.0%	20.0%	19.0%	20.2%	19.5%
资产总计	2,132	2,182	3,096	4,019	4,452	5,225
短期借款	158	0	0	0	0	0
应付款项	1,036	1,051	1,621	1,767	1,953	2,371
其他流动负债	72	49	81	86	103	129
流动负债	1,266	1,099	1,702	1,854	2,056	2,500
长期贷款	254	254	250	250	250	250
其他长期负债	6	21	33	32	32	33
负债	1,526	1,374	1,985	2,136	2,338	2,783
普通股股东权益	606	808	1,112	1,884	2,114	2,442
其中：股本	306	360	360	401	401	401
未分配利润	176	349	625	803	1,033	1,361
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,132	2,182	3,096	4,019	4,452	5,225

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.773	0.839	0.844	0.945	1.224	1.618
每股净资产	1.980	2.244	3.088	4.697	5.272	6.090
每股经营现金净流	0.358	1.242	1.768	0.722	0.675	1.575
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.650	0.800
回报率						
净资产收益率	39.03%	37.38%	27.33%	20.12%	23.22%	26.58%
总资产收益率	11.09%	13.84%	9.81%	9.44%	11.06%	12.48%
投入资本收益率	21.42%	26.70%	18.73%	15.50%	18.76%	22.38%
增长率						
主营业务收入增长率	116.47%	25.58%	26.05%	31.57%	25.65%	21.90%
EBIT 增长率	3747.56%	31.01%	-11.57%	30.69%	34.16%	35.84%
净利润增长率	2535.44%	27.70%	0.61%	24.71%	29.54%	32.21%
总资产增长率	98.05%	2.35%	41.90%	29.80%	10.77%	17.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	4.6	11.6	11.5	12.3	13.0
存货周转天数	108.0	104.3	84.5	82.0	80.0	79.3
应付账款周转天数	31.4	41.5	81.3	80.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	14.2	17.5	13.3	10.9	8.8	7.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.08%	-20.30%	-50.98%	-56.57%	-42.35%	-42.41%
EBIT 利息保障倍数						
资产负债率						

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	9	16	16	16
增持	0	0	1	2	2
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.26	1.30	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

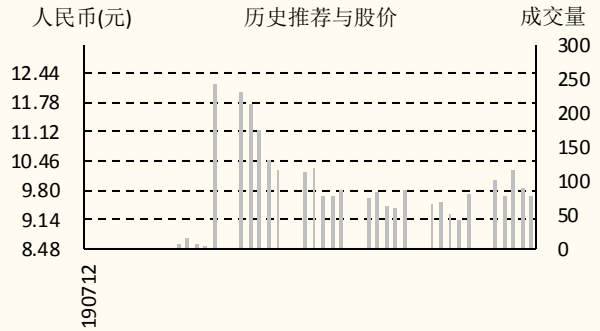
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-07	买入		25.17~28.77

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH