

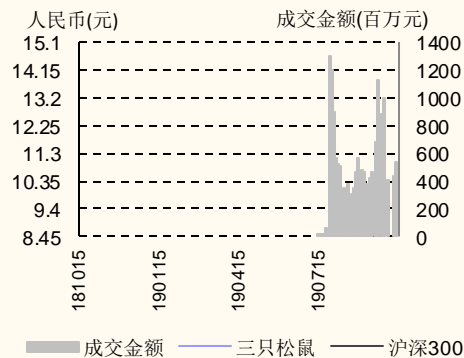
三只松鼠 (300783.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 71.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.01
已上市流通 A 股(亿股)	.41
总市值(亿元)	287.12
年内股价最高最低(元)	/
沪深 300 指数	3953



相关报告

1. 《收入高增长，产业链优势延伸-三只松鼠中报点评报告》，2019.9.3
2. 《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

利润受政府补助减少承压，规模扩张趋势不改

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	0.84	0.87	1.15	1.54
每股净资产(元)	2.24	3.09	4.62	5.12	5.86
每股经营性现金流(元)	1.24	1.77	0.64	0.60	1.50
市盈率(倍)	0.00	0.00	82	62	46
净利润增长率(%)	27.70%	0.61%	14.80%	32.02%	34.29%
净资产收益率(%)	37.38%	27.33%	18.82%	22.43%	26.30%
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

- 公司发布三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 29,117.66-29,699.26 万元，较去年同期增长 8.72%-10.89%；预计公司 Q3 单季度实现归母净利润 2,471.8-3,053.4 万元，较去年同期下降 58.5%-48.73%。

经营分析

- 政府补助减少是影响利润增长的核心因素，但扣非归母净利润预计增速仍将超过 20%：公司三季度归母净利润同比减少 2,902.2-3,483.8 万元，主要受政府补助较同期减少 4,403.53 万元（大概率系电子商务扶持资金）影响；扣除政府补助等非经常性损益后的归母净利润预计仍将维持 20% 以上的可观增长。累计前三季度来看，预计扣非归母净利润的增速也在 20% 以上。
- 品类扩张短期内使得毛利率承压，预计上市大促等因素推动销售费用率同比上行：参考国金证券研究创新中心的线上数据，公司三季度线上坚果收入占比不足 40%，零食品类占比提升，产品结构多元化的趋势仍在延续；我们预计公司品类扩张叠加山核桃、零食大礼包等新品上市，三季度整体毛利率将承压。费用端来看，我们预计上半年运输费用率和平台服务费率提升趋势仍将延续至三季度，叠加三季度上市大促等因素预计销售费用率仍是同比微增的趋势；管理费用率预计与去年同期持平。
- 规模扩张趋势不改，全渠道格局加速成型：参考国金证券研究创新中心的线上销售数据，公司三季度线上 GMV 同比增长超过 30%，延续了上半年的高增长趋势。线下投食店破百家，联盟小店达到 160 家（截止 10 月 12 日），预计中秋期间团购业绩增长同样可观，线下渠道重要性持续提升。公司“一主两翼”的渠道格局正加速成型，实现消费者群体的深度覆盖，提升公司核心竞争力。
- 淡季业绩略有波动，看好双十一助力四季度回暖：二、三季度是公司销售的相对淡季，业绩基数较小使得增速波动较大，我们认为核心仍需关注公司四季度旺季和全年业绩增长，也会更全面的反映公司经营业绩变化。我们预计公司今年线上的高增长趋势将延续至四季度“双十一”销售期间，全年整体收入端扩张的战略目标将持续兑现。长期来看，我们持续看好公司将线上优势向线下延伸，不断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

- 因政府补助减少，我们调低了公司的利润预测；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%；实现归母净利润 3.49/4.61/6.19 亿元，同比+14.8%/+32.0%/+34.3%，较上次预测分别同比-8.6pct/-6.6pct/-4.9pct；实现 EPS 0.87 元/1.15 元/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 82X/62X/46X，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

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	12
%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%	1.3%	0.7%	0.5%
营业利润	316	407	398	461	610	821
营业利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.0%	5.3%	5.8%
营业外收支	0	-1	4	4	4	4
税前利润	316	406	402	465	614	825
利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.0%	5.3%	5.8%
所得税	-79	-104	-98	-116	-154	-206
所得税率	25.1%	25.7%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	237	302	304	349	461	618
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	349	461	618
净利率	5.3%	5.4%	4.3%	3.8%	4.0%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	237	302	304	349	461	618
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	-136	-274	-79
经营活动现金净流	110	447	637	257	241	601
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	1,283	1,082	1,192
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	3,223	3,491	4,115
%总资产	88.8%	82.0%	80.0%	80.8%	79.5%	80.2%
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%	14.1%	15.2%	14.8%
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%	19.2%	20.5%	19.8%
资产总计	2,132	2,182	3,096	3,986	4,389	5,132
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	84	101	127
流动负债	1,266	1,099	1,702	1,851	2,053	2,498
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	2,133	2,336	2,781
普通股股东权益	606	808	1,112	1,854	2,053	2,351
其中：股本	306	360	360	401	401	401
未分配利润	176	349	625	773	973	1,270
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	3,986	4,389	5,132

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.773	0.839	0.844	0.870	1.148	1.542
每股净资产	1.980	2.244	3.088	4.622	5.121	5.863
每股经营现金净流	0.358	1.242	1.768	0.640	0.600	1.499
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%	18.82%	22.43%	26.30%
总资产收益率	11.09%	13.84%	9.81%	8.77%	10.53%	12.11%
投入资本收益率	21.42%	26.70%	18.73%	15.72%	19.26%	23.17%
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%	14.80%	32.02%	34.29%
总资产增长率	98.05%	2.35%	41.90%	28.74%	10.11%	16.91%
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%	-55.72%	-40.54%	-40.08%
EBIT 利息保障倍数	247.0	-558.4	-37.1	-39.2	-47.0	-66.3
资产负债率	71.58%	62.98%	64.10%	53.42%	53.06%	53.97%

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	0	1	15	20	22
增持	0	0	2	3	4
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.12	1.21	1.29

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。

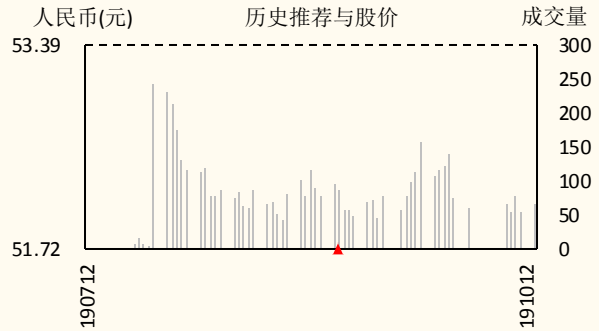
最终评分与平均投资建议对照：

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
2	2019-09-03	买入	51.72	N/A

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