

收入高增表现亮眼，线下开店加速可期待 增持（维持）

2019年10月29日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,001	9,844	13,096	17,058
同比（%）	26.1%	40.6%	33.0%	30.3%
归母净利润（百万元）	304	379	503	712
同比（%）	0.6%	24.6%	32.9%	41.4%
每股收益（元/股）	0.76	0.94	1.25	1.77
P/E（倍）	85.65	68.75	51.72	36.57

事件：公司发布2019年三季报。19Q1-Q3实现营收67亿元（+44%），归母净利2.96亿元（+10%），扣非净利2.85亿元（+26%）；19Q3实现营收22亿元（+53%），归母净利0.29亿元（-51%），扣非净利0.23亿元（+10%）。

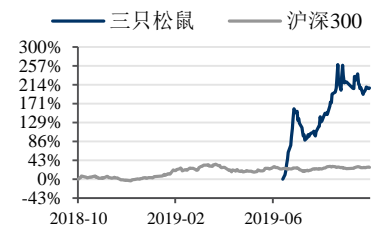
投资要点

■ **线上引领增长，费用增长支撑线下扩张。**我们预计，公司上市大促+Q3价格战+中秋团购表现亮眼综合催化下，19Q3实现营收22亿元（+53%），增速环比下降15pct，主要是线下小店于18年9月开始布局，18Q3已经开始逐步贡献收入，直营店也加速布局，基数效应差异带来增速波动。Q3毛利率波动下滑0.6pct至25.7%，考虑到价格战因素，我们认为毛利表现好于预期。**分渠道看**，根据我们的线上数据追踪，Q3线上增速约为40+%，伴随线下门店加速开设，我们预计表现环比强于Q2，中秋催化下，9月约130家小店（含当月新开店），实现销售额2000万，店均收入约15万；**分产品看**，毛利率相对较低的零食包和礼盒等复合产品销售占比增加，导致毛利率有所下滑，阿里渠道Q1-3礼包产品收入分别为1.56/3.96/3.86亿元，线下中秋大礼包预计贡献增量；新品研发推动各品类增长，公司新品打造能力持续验证，次新品类面包如今已经成为10亿级别大单品。**Q3销售费用率21.8%（-0.1pct）**，预计主要是线下直营开店后租金和人工成本上升，以及线上物流费用配比收入增长，表现符合预期；**Q3管理费用率2%（+0.5pct）**，主要是线下加盟节奏加快，各地部署区域加盟管理团队，考虑到公司仍处于线下加盟打基础阶段，短期或继续保持上升趋势。19Q3实现归母净利0.29亿元（-51%），其中Q3政府补助减少4403.53万元，剔除非经常项目后，扣非净利0.23亿元（+10%）。**Q3为淡季，业绩基数小、波动大，我们建议更多关注Q3收入增长，期待Q4双十一全渠道销售能力+年货节提前放量。**18年年货节，小店店均收入超过100w，年货节放量可期。

■ **供应链金融支持加盟开店，百店已成、向千店进军。**公司拟为在徽商银行办理订单贷业务的松鼠小店主承担保证责任，担保最高额为5000万元，供应链金融为小店店长提供担保，缓解资金压力。目前，线下投食店超过100家，加盟小店超过160家，我们测算线下加盟店初始投资30-50w，投资回收期12-18个月，经营效益较好，加盟商储备充足、加盟意愿强。公司率先成立南京战区，加快线下小店开设进度，辅助选址，线下开店进程加快，我们预计今年可实现开店250家的小目标。

■ **盈利预测与投资评级：**三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力下，看好未来线下门店扩张节奏，线上线下协同可期。考虑到政府补助略有下滑，但2020年春节提前，年货节放量部分前置，调整盈利预测，预计19-21年公司营收增速41/33/30%，归母净利增速为25/33/41%，EPS为0.9/1.3/1.8元，对应PE为69/52/37X，长线看好公司持续成长性，维持“增持”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.90
一年最低/最高价	17.62/81.50
市净率(倍)	13.33
流通A股市值(百万元)	2660.90

基础数据

每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	49.45
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	41.00

相关研究

1、《三只松鼠(300783)：线上休闲食品第一品牌，线下大有可为》2019-10-24

■ 风险提示：食品安全风险，线下开店不及预期。

三只松鼠三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,478	3,404	4,479	5,890	营业收入	7,001	9,844	13,096	17,058
现金	817	785	1,372	1,507	减:营业成本	5,023	7,208	9,718	12,782
应收账款	304	320	510	572	营业税金及附加	32	41	55	72
存货	1,240	2,100	2,403	3,519	营业费用	1,461	1,938	2,435	2,969
其他流动资产	118	199	194	292	管理费用	113	202	274	361
非流动资产	618	770	926	1,103	财务费用	-9	-24	-41	-55
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	8	-10	0	0
固定资产	255	395	533	684	加:投资净收益	6	6	6	6
在建工程	188	182	181	187	其他收益	19	2	2	2
无形资产	114	132	151	173	营业利润	398	497	664	939
其他非流动资产	57	56	56	56	加:营业外净收支	4	4	2	2
资产总计	3,096	4,173	5,405	6,993	利润总额	402	501	665	941
流动负债	1,702	2,357	3,116	4,024	减:所得税费用	98	122	162	229
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,339	1,870	2,457	3,234	归属母公司净利润	304	379	503	712
其他流动负债	362	486	659	790	EBIT	394	485	641	906
非流动负债	283	285	287	296	EBITDA	442	525	699	983
长期借款	250	252	254	263					
其他非流动负债	33	33	33	33	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,985	2,642	3,403	4,321	每股收益(元)	0.76	0.94	1.25	1.77
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.77	3.82	4.99	6.66
归属母公司股东权益	1,112	1,531	2,002	2,672	发行在外股份(百万股)	360	401	401	401
负债和股东权益	3,096	4,173	5,405	6,993	ROIC(%)	21.4%	19.5%	20.5%	22.3%
					ROE(%)	27.3%	24.7%	25.1%	26.6%
					毛利率(%)	28.2%	26.8%	25.8%	25.1%
					销售净利率(%)	4.3%	3.8%	3.8%	4.2%
					资产负债率(%)	64.1%	63.3%	63.0%	61.8%
					收入增长率(%)	26.1%	40.6%	33.0%	30.3%
					净利润增长率(%)	0.6%	24.6%	32.9%	41.4%
					P/E	85.65	68.75	51.72	36.57
					P/B	23.41	17.00	13.00	9.74
					EV/EBITDA	57.69	48.73	35.80	25.34

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

