

## 三只松鼠 (300783.SZ) 买入 (维持评级)

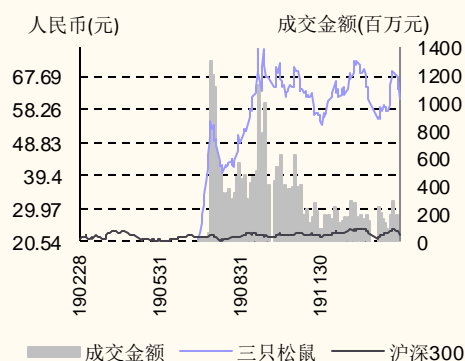
公司点评

市场价格 (人民币): 61.21 元

## 利润端承压, 规模领先战略为先

## 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)       | 245.45      |
| 年内股价最高最低(元)   | 69.50/55.40 |
| 沪深 300 指数     | 3940        |
| 创业板指          | 2072        |



## 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   | 0.62    | 0.86   | 1.15   |
| 每股净资产(元)    | 2.24   | 3.09   | 4.38    | 4.59   | 4.94   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.24   | 1.77   | 0.37    | 0.27   | 1.03   |
| 市盈率(倍)      | 0.00   | 0.00   | 98      | 71     | 53     |
| 净利润增长率(%)   | 27.70% | 0.61%  | -17.76% | 38.24% | 33.87% |
| 净资产收益率(%)   | 37.38% | 27.33% | 14.24%  | 18.78% | 23.34% |
| 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

- 三只松鼠发布业绩快报, 公司 2019 年实现营业收入 101.9 亿元, 同比 +45.61%; 归母净利润 25.0 亿元, 同比 -17.8%; 每股收益 0.66 元。

## 经营分析

- “一主两翼”加速成型, 规模扩张趋势不改: 公司 19 年全年收入增长 45.61%, Q4 单季度实现营业收入 34.8 亿元, 同比增长 49.2%, “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, 提升核心竞争力。分渠道来看, 线上 Q4 在“双十一”、“双十二”、“年货节”等大促季推动和多品类布局的促进下继续巩固休闲食品第一品牌的地位, 其中双十一全网销售额破 10 亿, 创历史新高; 线下投食店近百家, 联盟小店达到 278 家, 加强全渠道市场推广, 渠道格局逐步优化。
- 市场扩张影响短期利润, 期待规模效应下盈利水平改善: 公司全年归母净利润同比下滑 17.8%, 对应净利率 2.45%, 同比下降 1.89pct; 其中 Q4 归母净利润 -0.46 亿, 出现了单季度亏损。公司归母净利润同比下滑主要系公司通过产品升级、加强市场推广以及全渠道并进等策略来获取新用户及扩大市场占有率, 使得费用有所上升, 利润端承压。我们认为目前休闲食品行业仍在各企业跑马圈地、提升用户覆盖率的成长阶段, 三只松鼠在该阶段投入大量的资源和资金用于扩大市场占有率, 虽然短期对利润有一定的影响, 但已占据了规模的先发优势, 公司今年实现了营业收入的大幅增长, 不断与竞争对手拉开规模差距。我们期待公司强化规模优势的同时持续优化盈利水平。
- 疫情将助力行业集中度提升, 公司将率先受益: 此次疫情使得全行业各企业面临生产、物流和销售等多环节的考验, 其中线上企业较线下企业渠道端压力更小, 龙头企业应对风险能力更强, 预计此次疫情将提升全行业应对系统性风险的能力并助力行业集中度提升。2 月正值公司销售淡季, 公司已逐步恢复生产销售, 积极应对疫情。公司渠道延伸、品类扩张逻辑不断被验证, 并不断提升产业链运营和市场响应效率, 我们长期看好公司进一步巩固龙头地位, 真正成为全渠道、全品类的休闲食品领军品牌。

## 盈利预测

- 公司业绩快报利润不及预期, 我们调整了盈利预测, 预计 19-21 年实现营业收入 101.9/124.2/160.1 亿元, 同比 +45.6%/+21.9%/+28.9%, 较上次预测 +10.7%/+7.3%/+13.5%; 实现归母净利润 2.5/3.5/4.6 亿元, 同比 -17.8%/+38.2%/+33.9%, 较上次预测 -28.4%/-25.0%/-25.2%; EPS 0.62/0.86/1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 98/71/53 倍, 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

- 1.《利润受非经常性损益影响, 规模扩张趋势不改-三只松鼠三季报点评》, 2019.10.30
- 2.《利润受政府补助减少承压, 规模扩张趋势不改-三只松鼠点评报告》, 2019.10.15
- 3.《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
- 4.《进击的休闲食品领军企业-三只松鼠深度报告》, 2019.7.7

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩

分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

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  | 10,194 | 12,423 | 16,012  |
| 增长率          |        | 25.6%  | 26.1%  | 45.6%  | 21.9%  | 28.9%   |
| 主营业务成本       | -3,087 | -3,948 | -5,023 | -7,335 | -8,907 | -11,449 |
| %销售收入        | 69.8%  | 71.1%  | 71.8%  | 72.0%  | 71.7%  | 71.5%   |
| 毛利           | 1,335  | 1,606  | 1,978  | 2,859  | 3,516  | 4,563   |
| %销售收入        | 30.2%  | 28.9%  | 28.2%  | 28.0%  | 28.3%  | 28.5%   |
| 营业税金及附加      | -15    | -31    | -32    | -47    | -57    | -74     |
| %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 | -2,289 | -2,758 | -3,555  |
| %销售收入        | 20.8%  | 19.4%  | 20.9%  | 22.5%  | 22.2%  | 22.2%   |
| 管理费用         | -100   | -102   | -113   | -163   | -199   | -256    |
| %销售收入        | 2.3%   | 1.8%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.6%    |
| 研发费用         | -12    | -17    | -34    | -51    | -62    | -80     |
| %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    | 309    | 440    | 599     |
| %销售收入        | 6.6%   | 6.9%   | 4.8%   | 3.0%   | 3.5%   | 3.7%    |
| 财务费用         | -1     | 1      | 9      | 11     | 11     | 9       |
| %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%   | 1.8%   | 0.9%   | 0.6%    |
| 营业利润         | 316    | 407    | 398    | 329    | 457    | 613     |
| 营业利润率        | 7.1%   | 7.3%   | 5.7%   | 3.2%   | 3.7%   | 3.8%    |
| 营业外收支        | 0      | -1     | 4      | 4      | 4      | 4       |
| 税前利润         | 316    | 406    | 402    | 333    | 461    | 617     |
| 利润率          | 7.1%   | 7.3%   | 5.7%   | 3.3%   | 3.7%   | 3.9%    |
| 所得税          | -79    | -104   | -98    | -83    | -115   | -154    |
| 所得税率         | 25.1%  | 25.7%  | 24.4%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%   |
| 净利润          | 237    | 302    | 304    | 250    | 345    | 462     |
| 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    | 250    | 345    | 462     |
| 净利率          | 5.3%   | 5.4%   | 4.3%   | 2.5%   | 2.8%   | 2.9%    |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 237  | 302  | 304  | 250   | 345   | 462   |
| 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  | -147  | -292  | -112  |
| 经营活动现金净流 | 110  | 447  | 637  | 147   | 107   | 412   |
| 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   | 1,173 | 839   | 760   |
| 应收账款     | 204   | 161   | 330   | 349   | 453   | 614   |
| 存货       | 1,168 | 1,088 | 1,240 | 1,648 | 1,952 | 2,487 |
| 其他流动资产   | 103   | 123   | 92    | 155   | 186   | 229   |
| 流动资产     | 1,893 | 1,789 | 2,478 | 3,326 | 3,430 | 4,091 |
| %总资产     | 88.8% | 82.0% | 80.0% | 81.3% | 79.2% | 80.1% |
| 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% | 13.8% | 15.4% | 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% | 18.7% | 20.8% | 19.9% |
| 资产总计     | 2,132 | 2,182 | 3,096 | 4,090 | 4,328 | 5,107 |
| 短期借款     | 158   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 1,036 | 1,051 | 1,621 | 1,971 | 2,108 | 2,715 |
| 其他流动负债   | 72    | 49    | 81    | 82    | 98    | 127   |
| 流动负债     | 1,266 | 1,099 | 1,702 | 2,053 | 2,206 | 2,843 |
| 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 | 2,335 | 2,489 | 3,126 |
| 普通股股东权益  | 606   | 808   | 1,112 | 1,755 | 1,839 | 1,981 |
| 其中：股本    | 306   | 360   | 360   | 401   | 401   | 401   |
| 未分配利润    | 176   | 349   | 625   | 674   | 759   | 900   |
| 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 | 4,090 | 4,328 | 5,107 |

比率分析

|             | 2016     | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标        |          |         |         |         |         |         |
| 每股收益        | 0.773    | 0.839   | 0.844   | 0.623   | 0.861   | 1.153   |
| 每股净资产       | 1.980    | 2.244   | 3.088   | 4.376   | 4.587   | 4.940   |
| 每股经营现金净流    | 0.358    | 1.242   | 1.768   | 0.367   | 0.267   | 1.027   |
| 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%  | 14.24%  | 18.78%  | 23.34%  |
| 总资产收益率      | 11.09%   | 13.84%  | 9.81%   | 6.12%   | 8.01%   | 9.10%   |
| 投入资本收益率     | 21.42%   | 26.70%  | 18.73%  | 11.58%  | 15.79%  | 20.13%  |
| 增长率         |          |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率   | 116.47%  | 25.58%  | 26.05%  | 45.61%  | 21.86%  | 28.89%  |
| EBIT 增长率    | 3747.56% | 31.01%  | -11.57% | -8.25%  | 42.10%  | 36.17%  |
| 净利润增长率      | 2535.44% | 27.70%  | 0.61%   | -17.76% | 38.24%  | 33.87%  |
| 总资产增长率      | 98.05%   | 2.35%   | 41.90%  | 32.07%  | 5.84%   | 17.99%  |
| 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    | 9.8     | 8.2     | 6.1     |
| 偿债能力        |          |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益    | -1.08%   | -20.30% | -50.98% | -52.62% | -32.04% | -25.75% |
| 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    | 5    | 5    | 7    | 22   |
| 增持 | 0    | 3    | 4    | 8    | 19   |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.38 | 1.44 | 1.53 | 1.46 |

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。

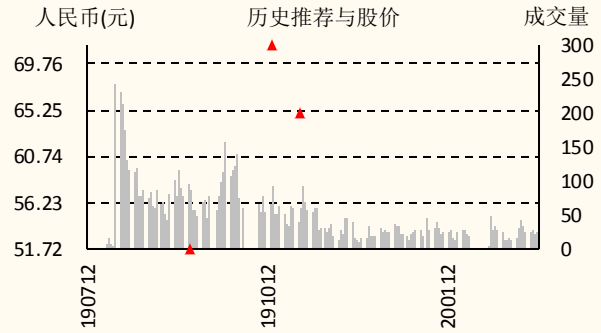
最终评分与平均投资建议对照：

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         |
| 3  | 2019-10-15 | 买入 | 71.60 | N/A         |
| 4  | 2019-10-30 | 买入 | 64.90 | 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