

线上线下协同发展，份额优先利润承压 增持（维持）

2020年03月01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	10,194	13,793	18,323
同比（%）	26.1%	45.6%	35.3%	32.8%
归母净利润（百万元）	304	250	340	468
同比（%）	0.6%	-17.7%	36.2%	37.4%
每股收益（元/股）	0.76	0.62	0.85	1.17
P/E（倍）	80.78	98.20	72.10	52.47

事件

公司发布19年业绩预告，19年实现营业收入101.9亿元，同比增长45.6%，归母净利润2.5亿元，同比下滑17.8%；其中19Q4实现营业收入34.5亿元，同比增长49.3%，归母净利润-0.46亿元，同比下滑227%。

投资要点

- **执行收入优先战略，Q4促销力度加大致业绩波动。**19年实现营业收入101.9亿元，同比增长45.6%；其中19Q4实现营业收入34.5亿元，同比增长49.3%，增速环比19Q3下降4pct。我们测算19Q4线上渠道贡献增速约35-40pct，线下贡献增速约10-15pct。19年实现归母净利2.5亿元，同比下滑17.8%，除促销力度加大，对小店店主加大补贴力度外政府补助减少亦有影响；19Q4归母净利润-0.46亿元，同比下滑227%。
- **疫情影响有限，加速休闲食品线上渗透率提升。**春节提前，年货节销售影响有限，年货节期间（19.12.16-20.1.31）总销售额超2亿元。公司线上收入占比约80%，线上冲击有限甚至有望受益。1月阿里渠道销售同比增长22%；京东渠道建设晚、基数低，且春节期间物流配送更为及时，预计春节期间增速超过阿里渠道。此外，春节期间物流压制也在逐步解除，2月24日三只松鼠全线恢复发货。2月中上旬天猫三只松鼠旗舰店日均接待人数达3.5万，消费者出门意愿弱、网购意愿强，预计此次疫情将进一步培养线上食品消费方式。线下小店和直营投食店受到影响，公司协同店主积极应对。从行业层面看，零食门店普遍受到冲击，而背靠上市企业的加盟商如能得到一定帮扶，更有能力度过危机，单体门店抗风险能力弱，此轮疫情或导致线下门店洗牌。三只松鼠在疫情发生后鼓励店长通过微信群等渠道打开外卖配送的市场，并出台一系列补贴政策，包括年费延期、对临期产品补贴毛利损失等，帮助店长度过危机。
- **中短期看，公司重规模轻利润，万亿市场份额优先。线上食品消费习惯仍有培育空间，目前线上食品渗透率约为10%，而服装则超过35%。**20年1月休闲食品线上CR3=35%，较19年9月提高10pct，线上集中趋势显著。我们预计20年三只松鼠线上促销力度不减，仍将贯彻份额优先战略。**期待线下发展**，19年末线下小店开业278家，直营店108家；预计20年直营开店将超200家，加盟店开业达1000家；公司目标2025年直营开店1000家，加盟小店10000家。2月松鼠小店已规划并成立11个战区，为店长提供定向咨询，把握行业洗牌机遇扩大市场份额。
- **盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司收入分别为102/138/183亿元，同比+46/35/33%；归母净利润分别为2.5/3.4/4.7亿元，同比-18/+36/+37%；对应PE为98/72/52X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.21
一年最低/最高价	17.62/81.50
市净率(倍)	12.57
流通A股市值(百万元)	2509.61

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)：收入高增表现亮眼，线下开店加速可期待》2019-10-30
- 2、《三只松鼠(300783)：线上休闲食品第一品牌，线下大有可为》2019-10-24

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	3,437	4,302	5,729	营业收入	7,001	10,194	13,793	18,323
现金	817	637	1,048	912	减:营业成本	5,023	7,532	10,295	13,802
应收账款	304	343	532	630	营业税金及附加	32	43	58	77
存货	1,240	2,250	2,520	3,875	营业费用	1,461	2,104	2,761	3,511
其他流动资产	118	207	202	313	管理费用	113	195	274	385
非流动资产	618	788	961	1,165	财务费用	-9	-13	-32	-39
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	8	0	0	0
固定资产	255	411	562	736	加:投资净收益	6	6	6	6
在建工程	188	185	187	197	其他收益	19	2	2	2
无形资产	114	132	151	173	营业利润	398	311	447	596
其他非流动资产	57	56	56	56	加:营业外净收支	4	10	3	4
资产总计	3,096	4,225	5,263	6,894	利润总额	402	320	450	600
流动负债	1,702	2,530	3,253	4,439	减:所得税费用	98	70	110	132
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,339	2,014	2,569	3,576	归属母公司净利润	304	250	340	468
其他流动负债	362	516	684	863	EBIT	394	307	434	579
非流动负债	283	292	299	318	EBITDA	442	348	493	660
长期借款	250	259	266	285					
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	2,822	3,552	4,757	每股收益(元)	0.76	0.62	0.85	1.17
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.77	3.50	4.27	5.33
					发行在外股份(百万股)	360	401	401	401
归属母公司股东权益	1,112	1,403	1,710	2,137	ROIC(%)	21.4%	13.6%	15.7%	17.6%
负债和股东权益	3,096	4,225	5,263	6,894	ROE(%)	27.3%	17.8%	19.9%	21.9%
					毛利率(%)	28.2%	26.1%	25.4%	24.7%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	4.3%	2.5%	2.5%	2.6%
经营活动现金流	637	-104	610	98	资产负债率(%)	64.1%	66.8%	67.5%	69.0%
投资活动现金流	-238	-203	-224	-276	收入增长率(%)	26.1%	45.6%	35.3%	32.8%
筹资活动现金流	-4	128	25	42	净利润增长率(%)	0.6%	-17.7%	36.2%	37.4%
现金净增加额	394	-179	411	-136	P/E	80.78	98.20	72.10	52.47
折旧和摊销	48	41	60	81	P/B	22.08	17.50	14.35	11.48
资本开支	244	170	173	204	EV/EBITDA	54.34	69.72	48.42	36.44
营运资本变动	288	-374	251	-404					

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>

