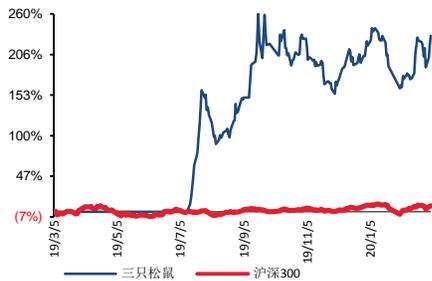


日常消费 食品与主要用品零售 II

## 三只松鼠动态跟踪：线下招聘逆势扩张，云端选品扩招供应商

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/41
总市值/流通(百万元)	28,050/2,868
12个月最高/最低(元)	76.03/21.14

### 相关研究报告：

三只松鼠(300783)《三只松鼠动态点评：提价迎接年货季，线下推进展未来》--2019/12/25

三只松鼠(300783)《三只松鼠三季报点评：上市大促表现良好，毛利率下降扣非利润正增长》--2019/10/30

三只松鼠(300783)《三只松鼠跟踪报告：一只百亿，最贵的松鼠》--2019/09/19

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

**点评事件：**2020年3月公司发布人才计划，拟在40天招聘1000人，岗位包括线下门店的运营招商、总部各位岗位等，当前疫情对线下模式冲击较大，公司逆市大幅吸纳人才积极布局。同时公司举办“云端选品会”，大幅扩招供应商，今年将打造更多破亿单品，向十年千亿规模迈进。

### 疫情对线上影响有限，线下招聘千人逆势扩张

**疫情对线上影响有限。**线上年货季销售未受影响，春节后销售物流受一定影响，主要为企业不给复工、交通道路尚未复工、人员限制在小区等原因。公司已于2月10日全部复工，2月24日全部恢复发货，目前线上销售已恢复正常。**阿里数据显示，2月三只松鼠线上销售3.6亿元，同比增长52%，较1月份22%增速大幅提升。**全年来看，我们认为线上影响较小，未来公司将持续加强新产品洞察，增加品类和提高供应链管理效率。

**疫情有益于有资金和品牌优势企业逆势扩张。**线下年货销售在武汉封城之前基本结束，二三月份本身是淡季，我们认为疫情对线下Q1影响不大。线下门店来说，疫情反而有益于有品牌和资金优势的企业进行逆势扩张，主要是受店铺租金影响，优质资源会释放出来，有益于公司门店扩张。

**疫情不改公司趋势，逆势招聘布局线下。**2020年3月公司发布人才计划，拟在40天招聘1000人，岗位包括线下门店的运营招商、总部各位岗位等。截至3月2日，松鼠线下店共计414家，其中投食/直营店111家，松鼠小店/联盟店303家。2020年公司计划新增投食店150家，预计在年底增至250家，松鼠小店计划拓展新增门店不少于750家，累计门店达到1000家以上。疫情不改拓店趋势，线下布局持续推进。

### 2019年促销带动收入增长，收入较利润先行

**促销带动收入增长。**2019年公司实现营收101.94亿元，同比增长45.61%(Q1: 28.67亿元/+23.69%; Q2: 16.43亿元/+68.22%; Q3: 22.03

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

亿元/+53.24%；Q4：34.80 亿元/+49.26%），下半年公司在上市大促及双十一、双十二、年货季等带动下增速良好。

**重规模轻利润，短期业绩承压。**2019 年归母净利润 2.50 亿元，同比下滑 17.80%（Q1：2.49 亿元/+6.95%；Q2：0.17 亿元/+27.94%；Q3：0.29 亿元/+1.33%；Q4：-0.46 亿元/-227%），Q4 利润为负，主要是受促销影响。全年利润低于预期，一方面与补贴减少有关，另一方面与公司重收入轻利润的战略有关。

### 未来重规模轻利润，静待利润花开

**（1）收入端来说**，未来三年三只松鼠仍以市占率为首要目标，不断提高渗透率，基于对休闲零食行业未来趋势的分析和判断，我们认为其销售额仍能保持 25%+ 的增速。同时线下注重投食店和松鼠小店，线下将对收入有一定贡献，但占比不大，对增速贡献有限。

**（2）利润端来说**，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。同时我们预计公司净利率缓慢提升，主要系营销费用等规模效应逐步显现。

### 盈利预测与评级：维持公司“买入”评级

**长期来看**，公司线上渗透仍有空间，线下齐步推进直营和加盟，未来 3 年公司仍以市占率为首要目标，我们预计收入端仍能保持 25%+ 的增速，预期未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升。**短期来看**，疫情对线上影响较小，疫情对线下其他门店的影响可能有助于公司获取更多优势门店资源。

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 102 亿、132 亿、166 亿。我们按照 2020 年 2.5 倍 PS 估值，维持目标价至 80 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧；公司业绩季节波动性风险；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7001	10194	13253	16566
增长率 (%)	26%	46%	30%	25%
净利润(百万元)	304	250	310	404
增长率 (%)	1%	-18%	24%	30%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.77	1.01	0.62

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。