

无惧疫情短期扰动，不改长期发展趋势

公司点评

● 事件:

公司发布 2020 年一季度业绩预告，预计盈利 1.78-2.1 亿元，同降 15.76%-28.60%。

● 新冠疫情影响线上线下业务受阻，一季度净利润同比下滑:

公司预计 2020Q1 业绩同比下降 15.76%-28.60%，我们认为原因如下：(1) 疫情影响之下线下门店客流不足，收入端大幅下滑，成本端固定费用摊销不减，且公司对线下门店进行补偿如临期产品补贴（对处理临期商品中产生的毛利损失，公司后续进货中给予一定补偿）及通过年费延期以减少门店损失，对线下经营冲击较大。(2) 疫情影响物流受阻，影响线上业务发货。(3) 2020 年春节错峰致 Q1 收入低于去年同期。(4) 目前公司工作重心仍在渠道拓展与做大做强，获取新用户及扩大市占率导致费用上升，在品牌化集中阶段牺牲部分利润以提升市占率符合行业趋势。我们预计疫情对全年销售额影响在个位数，随着疫情逐步控制，消费需求将快速恢复，且疫情加速行业洗牌，行业集中度将进一步提升。

● 互联网思维的底层逻辑及垂直供应链机制，保障公司长期发展:

公司的核心优势在供应链端对产品品质的保障和成本控制，其底层逻辑是互联网思维方式，即以客户为中心的产品快速迭代。渠道端，公司发力线下渠道，加速铺设以体验和品牌为重点的投食店以及便捷触达用户的松鼠小店，后续线下开店将对营收弹性贡献。未来公司在品牌、线上渠道和供应链端优势将逐步延伸，建立以全渠道+联盟工厂的立体化“供产销”体系。产品端，从坚果业务拓展到休闲食品全品类，从千亿坚果市场驶入万亿休闲食品赛道。未来随着规模效应，利润端将逐步释放。我们认为未来三年营收增速有望保持在 20% 以上。

● 新设子公司拓展产品品类，线下开店目标不变:

公司持续打开新品类的成长空间，4月2日公告拟投资设立4家全资子公司，分别主营快速食品、婴童食品、宠物食品及喜礼食品，产品矩阵进一步丰富。这是公司现有优势及资源在新领域的转化及赋能，也是公司互联网思维的体现。未来将覆盖更多消费群体，进而提升公司整体品牌价值及综合实力。线下开店方面，截至 2020 年 2 月，三只松鼠投食店开设 110 家，松鼠小店开设 350 家。公司 2020 年开店目标为松鼠小店 1000 家，投食店 250 家，公司三年后线下目标占比提至 40% 以上。我们认为公司短期还在抢占市场份额阶段，中期看好其对营收的弹性贡献。

● 盈利预测与估值:

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 2.50/3.25/4.30 亿元，同增 -17.8%/30.2%/32.2%，对应的 EPS 分别为 0.62/0.81/1.07 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 120/92.1/69.7 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 原材料价格波动、食品安全风险、线上获客成本提升风险、线下开店目标受阻及成本超预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554	7,001	10,194	13,814	18,313
增长率(%)	25.6	26.1	45.6	35.5	32.6
净利润(百万元)	302	304	250	325	430
增长率(%)	27.7	0.6	-17.8	30.2	32.2
毛利率(%)	28.9	28.2	28.5	28.8	29.2
净利率(%)	5.4	4.3	2.5	2.4	2.3
ROE(%)	37.4	27.3	18.3	19.7	21.0
EPS(摊薄/元)	0.75	0.76	0.62	0.81	1.07
P/E(倍)	99.2	98.6	120.0	92.1	69.7
P/B(倍)	37.1	27.0	22.0	18.1	14.7

推荐(维持评级)

孙山山(分析师)

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号: S0280520030002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

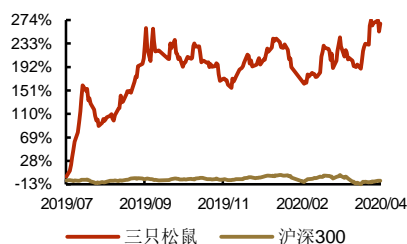
王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

市场数据	时间 2020.04.09
收盘价(元):	77.69
一年最低/最高(元):	17.62/81.68
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	311.54
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	31.85
近 3 月换手率:	319.1%

股价一年走势



相关报告

《布局新品类拓宽成长空间，完善供应链长期成长可期》2020-04-03

《品牌+供应链优势显著，休闲食品赛道优质的线上龙头》2020-02-14

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1789	2478	3275	4184	5291	营业收入	5554	7001	10194	13814	18313
现金	418	817	1050	1545	1931	营业成本	3948	5023	7289	9842	12969
应收票据及应收账款合计	140	304	343	533	628	营业税金及附加	31	32	42	61	85
其他应收款	20	27	42	51	72	营业费用	1075	1461	2310	3177	4221
预付账款	69	48	122	108	197	管理费用	102	113	214	330	476
存货	1088	1240	1676	1903	2420	研发费用	17	34	50	67	89
其他流动资产	54	43	43	43	43	财务费用	-1	-9	-31	-65	-71
非流动资产	393	618	788	962	1164	资产减值损失	7	8	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	266	255	411	563	735	其他收益	26	53	28	33	35
无形资产	64	114	132	151	173	投资净收益	6	6	4	4	5
其他非流动资产	59	245	241	243	252	营业利润	407	398	352	439	583
资产总计	2182	3096	4063	5146	6456	营业外收入	3	5	3	4	4
流动负债	1099	1702	2369	3152	4054	营业外支出	4	1	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	406	402	353	440	584
应付票据及应付账款合计	897	1339	1906	2476	3299	所得税	104	98	103	115	154
其他流动负债	202	362	463	676	756	净利润	302	304	250	325	430
非流动负债	275	283	292	299	318	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	254	250	259	266	284	归属母公司净利润	302	304	250	325	430
其他非流动负债	21	33	33	33	33	EBITDA	444	442	375	469	622
负债合计	1374	1985	2661	3451	4372	EPS(元)	0.75	0.76	0.62	0.81	1.07
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	360	360	401	401	401	成长能力					
资本公积	50	50	50	50	50	营业收入(%)	25.6	26.1	45.6	35.5	32.6
留存收益	398	702	927	1213	1577	营业利润(%)	28.8	-2.3	-11.4	24.7	32.6
归属母公司股东权益	808	1112	1403	1695	2084	归属于母公司净利润(%)	27.7	0.6	-17.8	30.2	32.2
负债和股东权益	2182	3096	4063	5146	6456	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	28.9	28.2	28.5	28.8	29.2
						净利率(%)	5.4	4.3	2.5	2.4	2.3
经营活动现金流	447	637	295	667	591	ROE(%)	37.4	27.3	18.3	19.7	21.0
净利润	302	304	250	325	430	ROIC(%)	46.5	53.5	36.5	64.6	77.2
折旧摊销	34	48	41	60	81	偿债能力					
财务费用	-1	-9	-31	-65	-71	资产负债率(%)	63.0	64.1	65.5	67.1	67.7
投资损失	-6	-6	-4	-4	-5	净负债比率(%)	-17.9	-48.2	-51.1	-70.5	-73.8
营运资金变动	111	288	38	352	156	流动比率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
其他经营现金流	7	12	-0	-0	-0	速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6
投资活动现金流	-182	-238	-207	-229	-278	营运能力					
资本支出	185	244	170	174	203	总资产周转率	2.6	2.7	2.8	3.0	3.2
长期投资	4	6	-0	-0	-0	应收账款周转率	33.3	31.5	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	8	12	-37	-55	-76	应付账款周转率	4.4	4.5	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-266	-4	145	58	73	每股指标(元)					
短期借款	-158	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.76	0.62	0.81	1.07
长期借款	0	-4	9	8	18	每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.61	0.73	1.66	1.47
普通股增加	54	0	41	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.77	3.40	4.12	5.09
资本公积增加	-54	0	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-108	-0	96	50	55	P/E	99.2	98.6	120.0	92.1	69.7
现金净增加额	-0	394	233	496	386	P/B	37.1	27.0	22.0	18.1	14.7
						EV/EBITDA	67.1	66.6	78.1	61.3	45.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>