

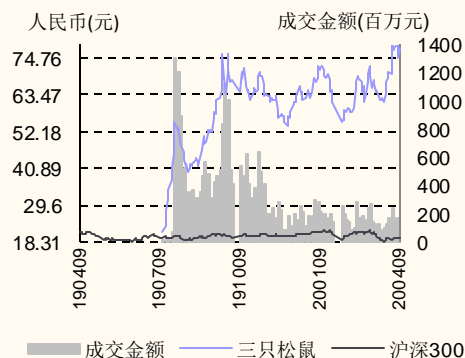
三只松鼠 (300783.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 77.69 元

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)	311.54
年内股价最高最低(元)	79.00/60.98
沪深 300 指数	3793
创业板指	1997



相关报告

1. 《利润端承压, 规模领先战略为先-三只松鼠点评报告》, 2020.3.2
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《进击的休闲食品领军企业-三只松鼠深度报告》, 2019.7.7

寇星

分析师 SAC 执业编号: S1130520040002
kouxing@gjzq.com.cn

Q1 利润短期承压, 加速品类和渠道扩张

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	125	90	67
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 Q1 业绩预告, 公司 Q1 归母净利润预计为 1.78 亿元~2.1 亿元, 同比下降 15.76%~28.6%。

经营分析

- **受疫情影响, 利润短期承压:** 公司 Q1 利润同比下滑, 短期承压, 核心是受到疫情的多重影响。一方面线下业务因客流不足使得收入大幅下降, 另一方面疫情也使得线上业务销售费用及固定费用摊销攀升。具体来看, 我们认为线上影响利润的因素主要有: 1) 疫情期间面包为主的休闲食品需求大增, 预计拉低了公司整体毛利率; 2) 2 月份物流受限严重, 使得公司产品配送效率降低、周期拉长, 物流费用摊销增加; 3) 疫情期间各大零食品牌均聚焦线上销售, 线上资源竞争激烈, 预计公司销售费用投入同比增长。综合来看, 疫情对公司 Q1 经营带来较为直接的影响, 后续随着疫情逐步消除, 各影响因素也将逐步消除, 经营有望持续改善。
- **规模扩张趋势不改, 抢占先发优势:** 公司 Q1 在面临外部环境和行业竞争的巨大压力下, 依旧持续推动产品升级、加强市场推广以及全渠道并进, 积极应对疫情影响。结合线上销售数据, 预计公司 Q1 线上收入增速仍在 20% 以上, 规模扩张趋势不改, 强化领先优势。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冲击, 但较好的占据了先发规模优势, 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。
- **强化渠道和品类优势, 巩固龙头地位:** 公司近一个月投资将近 3 亿元设立 10 家子公司, 覆盖了国际直采、供应链、物流、国际贸易和智能制造等产业链多个环节, 以及婴童食品、宠物食品及礼品等多个新增品牌。我们认为公司聚焦产业链多环节将有助于公司线下渠道的持续探索, 加速理顺产业链和提升运营效率; 品类延伸也有助于公司突破品类限制, 丰富产品矩阵, 增加业绩弹性; 不断验证公司渠道延伸、品类扩张的逻辑。我们预计公司长期仍将不断提升产业链运营和市场响应效率, 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

- 预计公司 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%; 实现归母净利润 2.5/3.5/4.6 亿元, 同比 -17.8%/+38.2%/+33.9%; EPS 0.62 /0.86/1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 125/90/67 倍, 下调至“增持”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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,423	5,554	7,001	10,194	12,423	16,012	货币资金	419	418	817	1,173	839	760
增长率		25.6%	26.1%	45.6%	21.9%	28.9%	应收账款	204	161	330	349	453	614
主营业务成本	-3,087	-3,948	-5,023	-7,335	-8,907	-11,449	存货	1,168	1,088	1,240	1,648	1,952	2,487
%销售收入	69.8%	71.1%	71.8%	72.0%	71.7%	71.5%	其他流动资产	103	123	92	155	186	229
毛利	1,335	1,606	1,978	2,859	3,516	4,563	流动资产	1,893	1,789	2,478	3,326	3,430	4,091
%销售收入	30.2%	28.9%	28.2%	28.0%	28.3%	28.5%	%总资产	88.8%	82.0%	80.0%	81.3%	79.2%	80.1%
营业税金及附加	-15	-31	-32	-47	-57	-74	长期投资	2	4	4	4	4	4
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	184	285	444	563	667	757
销售费用	-918	-1,075	-1,461	-2,289	-2,758	-3,555	%总资产	8.6%	13.1%	14.3%	13.8%	15.4%	14.8%
%销售收入	20.8%	19.4%	20.9%	22.5%	22.2%	22.2%	无形资产	46	94	143	176	206	234
管理费用	-100	-102	-113	-163	-199	-256	非流动资产	239	393	618	764	898	1,016
%销售收入	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	11.2%	18.0%	20.0%	18.7%	20.8%	19.9%
研发费用	-12	-17	-34	-51	-62	-80	资产总计	2,132	2,182	3,096	4,090	4,328	5,107
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	158	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	291	381	337	309	440	599	应付款项	1,036	1,051	1,621	1,971	2,108	2,715
%销售收入	6.6%	6.9%	4.8%	3.0%	3.5%	3.7%	其他流动负债	72	49	81	82	98	127
财务费用	-1	1	9	11	11	9	流动负债	1,266	1,099	1,702	2,053	2,206	2,843
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	254	254	250	250	250	250
资产减值损失	-2	-7	-8	-7	-8	-9	其他长期负债	6	21	33	32	32	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,526	1,374	1,985	2,335	2,489	3,126
投资收益	2	6	6	6	4	4	普通股股东权益	606	808	1,112	1,755	1,839	1,981
%税前利润	0.6%	1.4%	1.4%	1.8%	0.9%	0.6%	其中：股本	306	360	360	401	401	401
营业利润	316	407	398	329	457	613	未分配利润	176	349	625	674	759	900
营业利润率	7.1%	7.3%	5.7%	3.2%	3.7%	3.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	4	4	4	4	负债股东权益合计	2,132	2,182	3,096	4,090	4,328	5,107
税前利润	316	406	402	333	461	617	比率分析						
利润率	7.1%	7.3%	5.7%	3.3%	3.7%	3.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-79	-104	-98	-83	-115	-154	每股指标						
所得税率	25.1%	25.7%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.773	0.839	0.844	0.623	0.861	1.153
净利润	237	302	304	250	345	462	每股净资产	1.980	2.244	3.088	4.376	4.587	4.940
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.358	1.242	1.768	0.367	0.267	1.027
归属于母公司的净利润	237	302	304	250	345	462	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.650	0.800
净利率	5.3%	5.4%	4.3%	2.5%	2.8%	2.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	39.03%	37.38%	27.33%	14.24%	18.78%	23.34%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	11.09%	13.84%	9.81%	6.12%	8.01%	9.10%
净利润	237	302	304	250	345	462	投入资本收益率	21.42%	26.70%	18.73%	11.58%	15.79%	20.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	18	40	56	50	59	66	主营业务收入增长率	116.47%	25.58%	26.05%	45.61%	21.86%	28.89%
非经营收益	5	-6	-6	-6	-5	-5	EBIT增长率	3747.56%	31.01%	-11.57%	-8.25%	42.10%	36.17%
营运资金变动	-150	111	283	-147	-292	-112	净利润增长率	2535.44%	27.70%	0.61%	-17.76%	38.24%	33.87%
经营活动现金净流	110	447	637	147	107	412	总资产增长率	98.05%	2.35%	41.90%	32.07%	5.84%	17.99%
资本开支	-119	-185	-244	-186	-181	-171	资产管理能力						
投资	-1	4	6	0	0	0	应收账款周转天数	2.9	4.6	11.6	11.5	12.3	13.0
其他	1	0	0	6	4	4	存货周转天数	108.0	104.3	84.5	82.0	80.0	79.3
投资活动现金净流	-119	-182	-238	-180	-177	-167	应付账款周转天数	31.4	41.5	81.3	80.0	70.0	70.0
股权募资	38	0	0	593	0	0	固定资产周转天数	14.2	17.5	13.3	9.8	8.2	6.1
债权募资	297	-158	0	-1	0	0	偿债能力						
其他	-16	-108	-4	-204	-264	-324	净负债/股东权益	-1.08%	-20.30%	-50.98%	-52.62%	-32.04%	-25.75%
筹资活动现金净流	318	-266	-4	389	-264	-324	EBIT利息保障倍数	247.0	-558.4	-37.1	-39.2	-47.0	-66.3
现金净流量	309	0	394	499	-170	140	资产负债率	71.58%	62.98%	64.10%	53.42%	53.06%	53.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	5	16
增持	0	0	0	3	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.38	1.52

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。

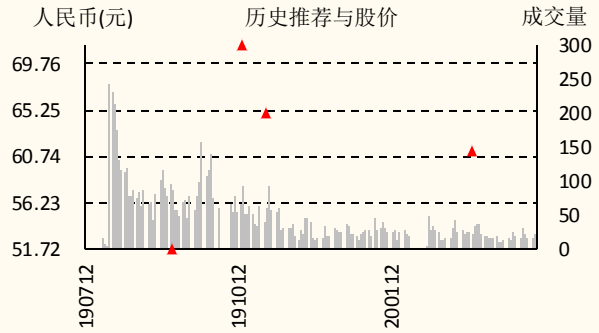
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2020-03-02	买入	61.21	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