

## 收入稳健增长，一季度业绩短期承压

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2019年年报及2020年一季报, 2019年全年实现营业收入101.7亿元(+45%), 归母净利润2.4亿元(-21%), 其中Q4实现营业收入34.6亿元(+48%), 归母净利润-5692万元(-257%), 公司拟每10股派2.5元(含税); 2020年一季度实现营业收入34.1亿元(+19%), 归母净利润1.9亿元(-25%)。
- **2019年保持高速增长, 20Q1疫情影响增速放缓。** 1、2019年, 分品类来看, 坚果、烘焙、肉制品、果干、综合业务分别实现收入54.4亿元(+41%)、16.3亿元(+54%)、12.3亿元(+40%)、8.4亿元(+41%)、9.3亿元(+57%), 每日坚果品类放量显著, 公司坚持新品策略, 烘焙、肉制品、果干等系列不断推出新品, 保持高速增长。2、2020Q1疫情期间, 公司线上业务因交通受一定影响, 线下业务因客流不足导致营收大幅下降, 但公司通过多种举措保障业务提升, Q1实现正向增长。
- **全渠道营销效果显著, 持续推进一主两翼布局。** 目前公司形成一主两翼(一主: 电商平台, 两翼: 投食店+松鼠联盟小店)格局, 与阿里零售通平台、自营APP、团购等共同构筑了公司全渠道营销模式, 实现了对各类消费者群体的深度覆盖。截止2019年底, 分渠道来看, 1、线上: 第三方电商平台(天猫、京东等)实现营收98.7亿元; 自营App实现营收1.42亿元。2、线下: 截止2021年底, 公司共有投食店108家, 年内新增58家, 投食店实现营收5.2亿元(+48%), 投食店为直营模式, 多在高线城市及核心商圈, 兼具品牌形象输出与消费体验功能; 公司共有联盟小店278家, 年内新增268家, 主要集中于江苏、安徽、浙江、山东地区, 实现营收2.8亿元, 联盟小店为新零售赋能创新模式, 触达用户更为便捷。
- **Q1毛利率下行, 利润短期承压。** 1、公司2019年全年毛利率为27.8%, 同比降低0.5pp, 坚果类毛利率下滑1.8pp, 主要系公司加大促销等运营策略刺激消费需求, 烘焙类和肉制品类毛利率分别提升2.2pp、1.3pp。费用端来看, 销售费用率为22.6%, 同比提升1.7pp, 主要原因是公司加大市场推广等费用投放; 管理费用率(含研发)为2.2%, 同比下降0.1pp。整体费用率为24.7%, 同比提升1.8pp。2019年整体净利率为2.4%, 同比下滑2.0pp。2、公司2020Q1毛利率为27.2%, 同比下降6.0pp, 主要原因1) 疫情期间公司加大市场推广, 2) 线下业务客流不足导致营收大幅下降, 单位成本分摊增加。费用端, 2020Q1公司销售费用率为17.9%, 同比下降1.4pp; 管理费用率(含研发)为1.8%, 同比上升0.3pp。整体费用率为19.7%, 同比下降1.0pp。整体净利率为5.5%, 同比下滑3.2pp。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年收入复合增速为27%, 归母净利润复合增速为26%, EPS分别为0.70元、0.90元、1.20元, 对应PE分别为116X、91X、68X, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 食品安全风险, 疫情对行业影响或超预期。

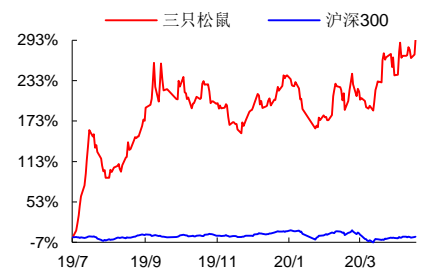
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10173.02	13077.39	16606.05	21047.88
增长率	45.30%	28.55%	26.98%	26.75%
归属母公司净利润(百万元)	238.75	281.04	360.40	482.79
增长率	-21.43%	17.71%	28.24%	33.96%
每股收益EPS(元)	0.60	0.70	0.90	1.20
净资产收益率ROE	12.60%	13.20%	14.81%	16.98%
PE	137	116	91	68
PB	17.25	15.36	13.44	11.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 周可为  
电话: 023-67710114  
邮箱: zhkw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	0.41
52周内股价区间(元)	21.14-83.12
总市值(亿元)	327.02
总资产(亿元)	38.62
每股净资产(元)	4.87

### 相关研究

1. 三只松鼠(300783): 产品渠道供应链多重发力, 业绩高增长 (2019-08-30)
2. 三只松鼠(300783): 数字化赋能供应链, 坚果巨头打造零食王国 (2019-08-06)

**关键假设：**

假设 1：坚果品类在公司加大市场推广力度下，保持 25% 左右稳定增长，毛利率逐年小幅提升；

假设 2：烘焙品类推出新品节奏快，快速放量，三年复合增速在 35% 以上，毛利率逐年小幅提升；

假设 3：肉制品品类推出新品节奏快，保持快速增长，三年复合增速在 20% 以上，毛利率逐年小幅提升；

假设 4：果干品类保持高速增长，三年复合增速在 20% 以上，毛利率维持稳定。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
坚果	收入	5,443.2	6804.0	8505.0	10631.3
	增速	41.4%	25.0%	25.0%	25.0%
	成本	4,026.0	5035.0	6251.2	7760.8
	毛利率	26.0%	26.0%	26.5%	27.0%
烘焙	收入	1,631.9	2284.6	3084.3	4163.8
	增速	53.8%	40.0%	35.0%	35.0%
	成本	1,161.7	1626.7	2174.4	2914.6
	毛利率	28.8%	28.8%	29.5%	30.0%
肉制品	收入	1,232.1	1540.1	1848.1	2217.7
	增速	40.1%	25.0%	20.0%	20.0%
	成本	885.5	1108.9	1321.4	1574.6
	毛利率	28.1%	28.0%	28.5%	29.0%
果干	收入	844.0	1055.0	1266.0	1519.2
	增速	41.2%	25.0%	20.0%	20.0%
	成本	605.5	759.6	911.5	1093.9
	毛利率	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
综合	收入	927.4	1252.0	1690.3	2197.3
	增速	56.9%	35.0%	35.0%	30.0%
	成本	611.1	826.4	1115.6	1450.2
	毛利率	34.1%	34.0%	34.0%	34.0%
其他	收入	94.4	141.6	212.4	318.5
	增速	314.3%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	55.4	83.5	125.3	187.9
	毛利率	41.3%	41.0%	41.0%	41.0%
合计	收入	10173.0	13077.4	16606.0	21047.9
	增速	45.3%	28.5%	27.0%	26.7%
	成本	7345.2	9440.0	11899.4	14982.1
	毛利率	27.8%	27.8%	28.3%	28.8%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10173.02	13077.39	16606.05	21047.88	净利润	238.75	281.04	360.40	482.79
营业成本	7345.23	9415.72	11899.40	14982.09	折旧与摊销	56.03	11.26	23.92	36.19
营业税金及附加	51.21	65.83	83.60	105.96	财务费用	-13.89	0.00	0.00	0.00
销售费用	2297.82	3007.80	3869.21	4967.30	资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	174.94	222.32	282.30	357.81	经营营运资本变动	-654.80	-232.46	-131.61	-279.05
财务费用	-13.89	0.00	0.00	0.00	其他	46.60	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-329.24</b>	<b>53.84</b>	<b>246.72</b>	<b>233.94</b>
投资收益	10.45	6.00	6.00	6.00	资本支出	322.19	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-527.00	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-204.80</b>	<b>-294.00</b>	<b>-194.00</b>	<b>-94.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>299.73</b>	<b>371.72</b>	<b>477.54</b>	<b>640.73</b>	短期借款	145.25	626.17	356.36	376.32
其他非经营损益	7.49	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>307.22</b>	<b>374.72</b>	<b>480.54</b>	<b>643.73</b>	股权融资	544.76	0.00	0.00	0.00
所得税	68.47	93.68	120.13	160.93	支付股利	0.00	-47.75	-56.21	-72.08
净利润	238.75	281.04	360.40	482.79	其他	-3.23	-0.85	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>686.78</b>	<b>577.57</b>	<b>300.15</b>	<b>304.24</b>
归属母公司股东净利润	238.75	281.04	360.40	482.79	<b>现金流量净额</b>	<b>152.00</b>	<b>337.41</b>	<b>352.87</b>	<b>444.18</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	970.32	1307.74	1660.60	2104.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	334.71	583.06	726.59	903.70	销售收入增长率	45.30%	28.55%	26.98%	26.75%
存货	2479.64	2949.64	3638.30	4558.20	营业利润增长率	-24.66%	24.02%	28.47%	34.17%
其他流动资产	300.69	215.17	295.07	391.95	净利润增长率	-21.43%	17.71%	28.24%	33.96%
长期股权投资	5.81	5.81	5.81	5.81	EBITDA 增长率	-21.72%	12.02%	30.94%	34.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	295.78	479.47	551.46	毛利率	27.80%	28.00%	28.34%	28.82%
无形资产和开发支出	116.37	113.59	110.24	106.32	三费率	24.17%	24.70%	25.00%	25.30%
其他非流动资产	634.10	629.84	625.58	621.32	净利率	2.35%	2.15%	2.17%	2.29%
<b>资产总计</b>	<b>4841.65</b>	<b>6100.63</b>	<b>7541.66</b>	<b>9243.55</b>	ROE	12.60%	13.20%	14.81%	16.98%
短期借款	145.25	771.42	1127.78	1504.10	ROA	4.93%	4.61%	4.78%	5.22%
应付和预收款项	2119.68	2677.43	3420.54	4288.71	ROIC	15.03%	12.97%	12.40%	13.28%
长期借款	250.00	250.00	250.00	250.00	EBITDA/销售收入	3.36%	2.93%	3.02%	3.22%
其他负债	431.43	273.20	310.57	357.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2946.36</b>	<b>3972.05</b>	<b>5108.88</b>	<b>6400.06</b>	总资产周转率	2.56	2.39	2.43	2.51
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	79.69	179.41	59.81	45.41
资本公积	553.91	553.91	553.91	553.91	应收账款周转率	36.08	37.64	33.89	34.30
留存收益	940.38	1173.67	1477.87	1888.58	存货周转率	3.95	3.47	3.61	3.66
归属母公司股东权益	1895.29	2128.58	2432.77	2843.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1895.29</b>	<b>2128.58</b>	<b>2432.77</b>	<b>2843.49</b>	资产负债率	60.85%	65.11%	67.74%	69.24%
负债和股东权益合计	4841.65	6100.63	7541.66	9243.55	带息债务/总负债	13.41%	25.72%	26.97%	27.41%
					流动比率	1.54	1.37	1.31	1.30
					速动比率	0.60	0.57	0.56	0.56
					股利支付率	0.00%	16.99%	15.60%	14.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.60	0.70	0.90	1.20
					每股净资产	4.73	5.31	6.07	7.09
					每股经营现金	-0.82	0.13	0.62	0.58
					每股股利	0.00	0.12	0.14	0.18
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	341.88	382.98	501.46	676.92					
PE	136.97	116.36	90.74	67.73					
PB	17.25	15.36	13.44	11.50					
PS	3.21	2.50	1.97	1.55					
EV/EBITDA	92.24	83.09	63.47	46.92					
股息率	0.00%	0.15%	0.17%	0.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn