

三只松鼠 (300783.SZ)
一季度收入增长低预期，疫情后看线下加速扩张

2020年05月02日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）
孙金钜（分析师）

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790519110002

日期	2020/4/30
当前股价(元)	78.62
一年最高最低(元)	85.85/17.62
总市值(亿元)	315.27
流通市值(亿元)	32.23
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	334.59

中小盘研究团队
● 受疫情影响，公司一季度收入增长19%，略低预期

公司公告了2019年年报和2020年一季度报告，2019年实现收入101.73亿元(+45.30%)，归母净利润2.39亿元(-21.43%)，扣非归母净利润2.05亿元(-19.98%)；2020年一季度实现收入34.12亿元(+19.00%)，归母净利润1.88亿元(-24.58%)，扣非归母净利润1.85亿元(-25.12%)。公司一季度线下业务受疫情影响客流不足营收大幅下降，线上业务由于物流因素也有一定的影响，导致了公司一季度收入增长低于预期。公司目前正处于由线上向线下拓展的时期，疫情之后消费需求恢复、优质门店资源出现将助力公司线下渠道拓展的加速。受疫情冲击，我们小幅下调公司2020-2022年收入预测分别至131.32(-7.09)/168.86(-14.86)/220.61亿元，2020-2022年的EPS分别为1.11(-0.04)/1.60(-0.09)/2.31元，当前股价对应2020-2022年PS为2.40/1.87/1.43倍，维持“买入”评级。

● 2019坚果发力助力收入高增长，2020看线下渠道扩张带来新增量

2019年公司核心品类坚果大发力，实现收入55.43亿元，同比增长41.42%，较2018年个位数增长大幅提速，不过由于促销力度较大，坚果品类的毛利率下滑了1.79个PCT到26.04%。零食品种中的烘焙、肉脯和果干继续保持快速增长的同时毛利率稳步提升。其中2019年烘焙实现收入16.32亿元(+53.78%)、毛利率28.81%(提升2.16%)；肉脯实现收入12.32亿元(+40.13%)、毛利率28.13%(提升1.32%)；果干实现收入8.44亿元(+41.23%)、毛利率28.26%(提升1.40%)。2020年疫情给休闲零食的龙头品牌厂商提供了线下扩张的良好契机，公司线下门店开拓将加速，带来收入增长的新动力。

● 联盟工厂延伸产业链、打造全渠道布局，进一步巩固长期竞争优势

公司牺牲了短期的利润率来追求规模的快速增长，同时通过联盟工厂的模式向生产端延伸完成全产业链的布局，来保障产品的品质和新产品的快速研发推广能力。此外，公司作为休闲零食电商的龙头开始大力拓展线下渠道，着力打造全国化、全渠道的数字化供应链和销售体系，进一步稳固自身的长期竞争优势。

● 风险提示：线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、价格体系混乱等。
相关研究报告

《中小盘信息更新-疫情拖累利润，收入延续高增长》-2020.4.9

《中小盘信息更新-新品类拓展继续，线下渠道扩张有望加速》-2020.4.3

《中小盘信息更新-收入增长超预期，龙头领先优势进一步扩大》-2020.3.1

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,001	10,173	13,132	16,886	22,061
YOY(%)	26.1	45.3	29.1	28.6	30.6
归母净利润(百万元)	304	239	444	643	928
YOY(%)	0.6	-21.4	86.2	44.8	44.2
毛利率(%)	28.2	27.8	29.3	29.8	30.2
净利率(%)	4.3	2.3	3.4	3.8	4.2
ROE(%)	27.3	12.6	19.8	22.8	25.2
EPS(摊薄/元)	0.76	0.60	1.11	1.60	2.31
P/E(倍)	107.6	137.0	73.6	50.8	35.2
P/B(倍)	29.4	17.3	14.6	11.6	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2478	4085	4626	6279	7671
现金	817	970	1549	1579	2423
应收票据及应收账款	304	260	468	468	755
其他应收款	27	41	46	66	81
预付账款	48	74	84	120	146
存货	1240	2480	2220	3787	4007
其他流动资产	43	260	260	260	260
非流动资产	618	756	898	1068	1305
长期投资	4	6	8	10	11
固定资产	255	396	520	663	855
无形资产	114	116	133	151	170
其他非流动资产	245	239	238	244	269
资产总计	3096	4842	5524	7348	8976
流动负债	1702	2660	2992	4213	4976
短期借款	0	145	145	197	145
应付票据及应付账款	1339	1789	2164	2888	3667
其他流动负债	362	726	683	1128	1163
非流动负债	283	287	293	309	320
长期借款	250	250	256	273	283
其他非流动负债	33	37	37	37	37
负债合计	1985	2946	3285	4523	5295
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	401	401	401	401
资本公积	50	554	554	554	554
留存收益	702	940	1295	1776	2500
归属母公司股东权益	1112	1895	2239	2825	3681
负债和股东权益	3096	4842	5524	7348	8976

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	637	-329	777	182	1190
净利润	304	239	444	643	928
折旧摊销	48	56	55	73	95
财务费用	-9	-14	-23	-54	-70
投资损失	-6	-10	-6	-7	-6
营运资金变动	288	-619	307	-474	243
其他经营现金流	12	19	0	0	0
投资活动现金流	-238	-205	-191	-236	-326
资本支出	244	216	140	168	235
长期投资	6	10	-2	-2	-2
其他投资现金流	12	21	-53	-70	-93
筹资活动现金流	-4	687	-8	33	32
短期借款	0	145	0	0	0
长期借款	-4	0	6	17	10
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	0	504	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-3	-14	16	21
现金净增加额	394	152	578	-21	896

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7001	10173	13132	16886	22061
营业成本	5023	7345	9281	11862	15392
营业税金及附加	32	51	67	83	110
营业费用	1461	2298	2955	3799	4964
管理费用	113	175	236	304	383
研发费用	34	50	64	79	104
财务费用	-9	-14	-23	-54	-70
资产减值损失	8	-2	-3	0	0
其他收益	53	27	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	10	6	7	6
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	398	300	567	820	1184
营业外收入	5	9	6	7	7
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	402	307	570	825	1190
所得税	98	68	126	181	262
净利润	304	239	444	643	928
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	304	239	444	643	928
EBITDA	442	359	605	870	1244
EPS(元)	0.76	0.60	1.11	1.60	2.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.1	45.3	29.1	28.6	30.6
营业利润(%)	-2.3	-24.7	89.1	44.7	44.4
归属于母公司净利润(%)	0.6	-21.4	86.2	44.8	44.2
获利能力					
毛利率(%)	28.2	27.8	29.3	29.8	30.2
净利率(%)	4.3	2.3	3.4	3.8	4.2
ROE(%)	27.3	12.6	19.8	22.8	25.2
ROIC(%)	21.4	10.1	15.6	18.2	21.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	60.9	59.5	61.6	59.0
净负债比率(%)	-48.2	-28.5	-46.8	-35.1	-50.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.5	0.7	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.7	2.6	2.5	2.6	2.7
应收账款周转率	31.5	36.1	36.1	36.1	36.1
应付账款周转率	4.5	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.60	1.11	1.60	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	-0.82	1.94	0.45	2.97
每股净资产(最新摊薄)	2.77	4.73	5.58	7.05	9.18
估值比率					
P/E	107.6	137.0	73.6	50.8	35.2
P/B	29.4	17.3	14.6	11.6	8.9
EV/EBITDA	72.8	89.5	52.3	36.4	24.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835