

2020年08月21日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

## 高基数下短期波动，疫情导致业绩承压 增持（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,173	12,422	16,548	21,410
同比 (%)	45.3%	22.1%	33.2%	29.4%
归母净利润 (百万元)	239	170	240	311
同比 (%)	-21.4%	-28.8%	41.1%	29.6%
每股收益 (元/股)	0.60	0.42	0.60	0.78
P/E (倍)	110.69	155.42	110.13	85.00

### 事件:

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 52.52 亿元 (+16.42%)，归母净利 1.88 亿元 (-29.51%)，扣非净利 1.53 亿元 (-41.37%)。20Q2 实现营收 18.4 亿元 (+11.92%)，归母净利 0 亿元 (-101.1%)，扣非净利-0.31 亿元 (-310.62%)。

### 投资要点

■ **高基数致线上业务数据波动，线下业务受疫情拖累。**20H1 松鼠实现营收 52.52 亿元 (+16.42%)，其中 20Q2 实现营收 18.4 亿元 (+11.92%)。**分渠道看**，线上平台实现收入 44.65 亿元，同比增长 10%，根绝我们线上数据跟踪，京东等新兴渠道实现较快增长，阿里渠道主要是 1) 19 年公司折扣促销力度较大以抢占份额，导致高基数下 20H1 出现波动 (19Q1/Q2 收入分别同增 27/68%)；2) 直播带货等新兴销售手段出现后有所分流。20H1 线下投食店/联盟小店分别新开店 38/209 家，截至期末分别共有 139/478 家，实现营业收入 3.1/1.57 亿元，20H1 线下业务收入占比达到 8.9%。**分产品看**，坚果/烘焙/肉制品/果干/综合业务分别实现收入 28.1/7.3/6.9/3.7/6.1 亿元，同比增加 11/8/39/-9/59%，依靠新品研发，公司肉制品和综合产品实现高增长。20H1 公司推出奶奶甜、白桃枣、气泡瓜子仁等产品，其中奶奶甜销售额达 1515 万元，推新能力保证公司长期增长潜力。

■ **线上直播分流、线下补贴门店，业绩承压。**20H1 毛利率 25.74%(-5.12pct)，主要是线上直播分流后公司加大线上折扣力度，此外线下门店受疫情影响较大，公司积极帮扶减少联盟小店损失，预计也有影响。20H1 销售费用率 19.03%(-1.5pct)，管理费用率 (含研发费用) 2.67%(+0.62pct)，其中受益于规模效应和线上包邮力度减少物流成本下降 2 亿元，新增业务模块导致销售/管理费用中人工薪酬共增加 0.7 亿元，疫情影响线下动销导致存货盘亏报废损失增加 0.1 亿元。综上 20H1 公司实现净利率 3.58%(-2.33pct)，归母净利 1.88 亿元 (-29.51%)，扣非净利 1.53 亿元 (-41.37%)。

■ **盈利预测与投资评级：**三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力下，看好未来线下门店扩张节奏，线上线下协同可期。公司借助成熟的供应链优势和专业的运营团队，设立小鹿蓝蓝、铁功基、养了个毛孩、喜小雀四大子品牌，切入方便速食、婴童食品、宠物食品和定制喜礼业务，打开公司增长天花板、充分发挥供应链优势。预计 20-22 年公司营收增速+22/33/29%，归母净利增速为 -29/+41/+30%，对应 PE 为 155/110/85X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**新品推广不佳，食品安全风险，产能投放不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	65.90
一年最低/最高价	41.55/91.59
市净率(倍)	13.33
流通 A 股市值(百万元)	14957.72

### 基础数据

每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	40.59
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	226.98

### 相关研究

- 1、《三只松鼠 (300783)：线上线下协同发展，份额优先利润承压》2020-03-02
- 2、《三只松鼠 (300783)：收入高增表现亮眼，线下开店加速可期待》2019-10-30
- 3、《三只松鼠 (300783)：线上休闲食品第一品牌，线下大有可为》2019-10-24

## 三只松鼠三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4,085</b>	<b>4,658</b>	<b>6,456</b>	<b>7,329</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,173</b>	<b>12,422</b>	<b>16,548</b>	<b>21,410</b>
现金	970	1,603	1,547	2,002	减:营业成本	7,345	9,277	12,249	16,063
应收账款	260	428	489	698	营业税金及附加	51	52	70	90
存货	2,480	2,218	3,984	4,149	营业费用	2,298	2,633	3,608	4,496
其他流动资产	375	408	436	479	管理费用	175	294	386	428
<b>非流动资产</b>	<b>756</b>	<b>862</b>	<b>1,053</b>	<b>1,275</b>	财务费用	-14	-22	-21	-2
长期股权投资	6	8	10	12	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	396	490	650	829	加:投资净收益	10	6	7	7
在建工程	163	159	175	202	其他收益	-30	40	40	40
无形资产	116	133	151	170	<b>营业利润</b>	<b>300</b>	<b>203</b>	<b>304</b>	<b>382</b>
其他非流动资产	75	72	67	61	加:营业外净收支	7	10	5	6
<b>资产总计</b>	<b>4,842</b>	<b>5,520</b>	<b>7,510</b>	<b>8,603</b>	<b>利润总额</b>	<b>307</b>	<b>213</b>	<b>309</b>	<b>389</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,660</b>	<b>3,277</b>	<b>5,054</b>	<b>5,904</b>	减:所得税费用	68	43	69	78
短期借款	145	145	984	836	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,789	2,162	3,054	3,786	<b>归属母公司净利润</b>	<b>239</b>	<b>170</b>	<b>240</b>	<b>311</b>
其他流动负债	726	969	1,016	1,281	EBIT	303	191	304	400
<b>非流动负债</b>	<b>287</b>	<b>278</b>	<b>309</b>	<b>314</b>	EBITDA	359	245	375	493
长期借款	250	241	272	277					
其他非流动负债	37	37	37	37	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,946</b>	<b>3,555</b>	<b>5,362</b>	<b>6,218</b>	每股收益(元)	0.60	0.42	0.60	0.78
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.73	4.90	5.35	5.95
					发行在外股份(百万 股)	401	401	401	401
归属母公司股东权益	1,895	1,965	2,147	2,386	ROIC(%)	10.1%	6.2%	6.7%	8.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,842</b>	<b>5,520</b>	<b>7,510</b>	<b>8,603</b>	ROE(%)	12.6%	8.7%	11.2%	13.0%
					毛利率(%)	27.8%	25.3%	26.0%	25.0%
					销售净利率(%)	2.3%	1.4%	1.5%	1.5%
					资产负债率(%)	60.9%	64.4%	71.4%	72.3%
					收入增长率(%)	45.3%	22.1%	33.2%	29.4%
					净利润增长率(%)	-21.4%	-28.8%	41.1%	29.6%
					P/E	110.69	155.42	110.13	85.00
					P/B	13.94	13.45	12.31	11.08
					EV/EBITDA	72.02	103.36	69.95	52.10

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>