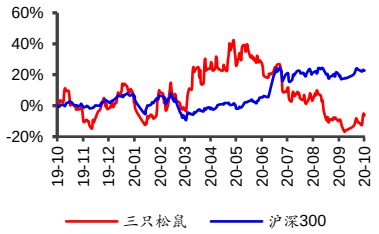
精简发展，业绩改善

投资评级：增持

报告日期：	2020-10-26
收盘价（元）	55.91
近 12 个月最高/最低（元）	91.31/49.71
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	227
流通股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	224
流通市值（亿元）	127

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇
执业证书号：S0010119070016
邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

《三只松鼠首次覆盖：借力好风八年飞驰，迎挑战拼似锦前程》

事件：

公司 Q3 单季度实现营业总收入 19.79 亿（YoY-10.16%），归母净利 0.76 亿（YoY+161.72%）。

主要观点：

线上平台流量分散使得营收增长遭遇压力，但利润端有所改善。多流量入口导致主流电商渠道的流量下滑，线上销售增速放缓。Q3 单季度实现营业总收入 19.79 亿（YoY-10.16%），归母净利 0.76 亿（YoY+161.72%），因去年高基数营收同比仍然下滑，但增收不增利的局面有望逐步改善。前三季度共实现营业总收入 72.31 亿（YoY+7.70%），归母净利 2.64 亿（YoY-10.62%）。

疫情阻碍交通的影响逐步褪去，利润率有所改善。上半年疫情致使销售费用及固定费用摊销增加的影响逐步褪去，Q3 单季度毛利率为 30.45%，同比提升 4.85pcts，净利率为 3.86%，同比提升 2.54pcts。前三季度毛利率 27.03%，同比下降 2.12pcts，销售费用率下降 0.92pct 至 20.02%，因公司固定费用增加，管理费用率增长 0.65pct 至 2.83%。

线下业务稳步推进，精简 SKU+建设联盟工厂促进高质量发展。Q3 新增直营店/联盟店分别约为 31/222 家，截至三季报公司拥有线下直营店 170 余家，联盟店 700 多家，近千家门店覆盖全国 22 省，省级覆盖率达 65%。目前公司正从全品类零食品牌转向“坚果果干+精选零食”品牌定位，精简 SKU 以提高盈利水平，目标到今年年底砍掉 300 个 SKU，几乎精简一半数量，折射出公司由过去重视数量向现在量、质兼重的战略转变。公司旗下全资孙公司已与安徽无为经开区管委会就华东联盟工厂项目达成合作意向，项目投资总额 20.6 亿元，通过构建产业联合体，实现传统供应链的数字化改造，并以“一物一码”为应用形式，实现产品的全链可追溯，进一步提高供应链效率及产品质量。

公司调整战略向高质量发展转变，维持“增持”评级。公司作为休闲零食线上龙头公司，多品类、多品牌、多渠道发展。面对线上流量分散的问题，公司已积极引入直播等新方式保持营收增长，线下开店加速推进中。目前公司正从全品类零食品牌转向“坚果果干+精选零食”品牌定位，精简 SKU 以提高盈利水平，并通过联盟工厂提高供应链效率和产品质量，体现出公司由只重视营收转向营收、利润兼重，长期来看品牌和供应链优势将助力发展。预计 2020-2022 年，三只松鼠营收分别为 112/129/147 亿元，同比增长 10%/15%/14%，净利润分别为 3.09/3.87/4.57 亿元，同比增长 29%/25%/18%，对应 PE 分别为 77/61/52，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,173	11,155	12,864	14,716
收入同比(%)	45%	10%	15%	14%
归属母公司净利润	239	309	387	457
净利润同比(%)	-21%	29%	25%	18%
毛利率(%)	27.8%	28.0%	28.5%	29.1%
ROE(%)	12.6%	14.0%	14.9%	15.0%
每股收益(元)	0.60	0.77	0.96	1.14
P/E	99	77	61	52
P/B	12	11	9	8
EV/EBITDA	72	54	43	36

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,085	4,554	5,224	6,156
现金	970	1,326	1,478	1,860
应收账款	301	376	436	540
其他应收款	41	40	48	56
预付账款	74	86	100	106
存货	2,480	2,487	2,897	3,290
其他流动资产	218	240	265	305
非流动资产	756	777	818	855
长期投资	6	4	4	5
固定资产	396	440	485	522
无形资产	116	127	136	142
其他非流动资	239	205	193	186
资产总计	4,842	5,331	6,043	7,011
流动负债	2,660	2,832	3,142	3,638
短期借款	145	0	0	0
应付账款	1,789	2,091	2,242	2,517
其他流动负债	726	741	900	1,120
非流动负债	287	294	306	318
长期借款	250	250	250	250
其他非流动负	37	44	56	68
负债合计	2,946	3,126	3,449	3,955
少数股东权益	0	0	1	1
股本	401	401	401	401
资本公积	554	554	554	554
留存收益	940	1,250	1,639	2,100
归属母公司股东权	1,895	2,205	2,593	3,054
负债和股东权益	4,842	5,331	6,043	7,011

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(329)	548	206	432
净利润	239	309	389	461
折旧摊销	56	39	45	50
财务费用	4	(15)	(18)	(20)
投资损失	(10)	(6)	(7)	(7)
营运资金变动	(840)	221	(203)	(52)
其他经营现金	222	(0)	0	1
投资活动现金流	(205)	(62)	(72)	(70)
资本支出	0	(70)	(78)	(77)
长期投资	(2)	2	(0)	(0)
其他投资现金	(203)	6	7	7
筹资活动现金流	687	(131)	18	20
短期借款	145	(145)	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	504	0	0	0
其他筹资现金	(3)	15	18	20
现金净增加额	153	355	152	382

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,173	11,155	12,864	14,716
营业成本	7,345	8,033	9,194	10,441
营业税金及附加	51	56	64	74
销售费用	2,298	2,435	2,825	3,279
管理费用	175	258	308	352
财务费用	(14)	(15)	(18)	(20)
资产减值损失	(2)	(0)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	6	7	7
营业利润	300	396	498	598
营业外收入	9	5	6	6
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	307	398	501	603
所得税	68	89	112	141
净利润	239	310	389	462
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	239	309	389	461
EBITDA	352	419	524	628
EPS（元）	0.60	0.77	0.97	1.15

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	45.30%	9.66%	15.32%	14.40%
营业利润	-	32.05%	25.72%	20.22%
归属于母公司净利润	-	29.54%	25.73%	18.58%
获利能力				
毛利率(%)	27.80%	27.99%	28.53%	29.05%
净利率(%)	2.35%	2.77%	3.02%	3.13%
ROE(%)	12.60%	14.04%	15.00%	15.10%
ROIC(%)	44.96%	23.63%	34.93%	34.19%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.85%	58.64%	57.07%	56.42%
净负债比率(%)	40.33%	55.54%	53.88%	43.80%
流动比率	1.54	1.61	1.66	1.69
速动比率	0.60	0.73	0.74	0.79
营运能力				
总资产周转率	2.56	2.19	2.26	2.25
应收账款周转率	36.08	37.40	35.54	33.77
应付账款周转率	6.50	5.75	5.94	6.18
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.77	0.97	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.82)	1.37	0.51	1.08
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.50	6.47	7.62
估值比率				
P/E	93.9	72.5	57.7	48.6
P/B	11.8	10.2	8.6	7.3
EV/EBITDA	71.52	50.76	40.32	33.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，一年研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。