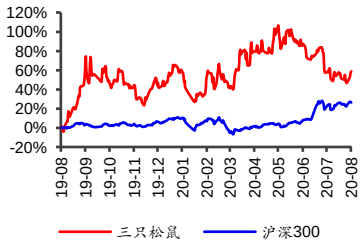
短期业绩承压，关注开店和线上恢复

投资评级：增持

报告日期：	2020-08-21
收盘价（元）	65.07
近 12 个月最高/最低（元）	91.31/17.57
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）	261
流通市值（亿元）	148

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：

公司中报，1H20 营业总收入 52.5 亿（16.4%YoY），归母净利 1.88 亿（-29.5% YoY）。

主要观点：

因线上平台流量分散和疫情减缓线下开店速度，营收增长遭遇压力。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；线下门店因疫情而客流下降，公司减缓新店开业进度，所以新店对营收和利润的拉动作用未达预期。单 Q2 营收 18.4 亿元（11.9%YoY），归母净利 0 亿元(-101%YoY)。

受获客成本增加和疫情阻碍交通影响，利润率降低。报告期内，公司通过直播、短视频等扩大电商引流入口，增加了获客成本，货物运输受疫情影响，销售费用及固定费用摊销增加。上半年公司毛利率为 25.7%，同比下降 5.12pcts，各类产品毛利率均下滑，坚果、烘焙、肉制品、果干、综合的毛利率分别为 23.9%、26.9%、24.9%、25.8%、33.1%，同比下降 6.64、2.31、5.4、4.32pcts。1H 销售费用率下降 1.51pcts 至 19.0%，因职工薪酬、存货报废损失增加，管理费用率增长 0.62pct 至 2.67%，净利润率同比下降 2.33pcts 至 3.58%。

线下受疫情冲击但整体保持稳步增长，多品牌开拓新领域。1H 新开投食店 38 家店铺至 139 家，实现营收 3.1 亿元（45%YoY），新开联盟小店 209 家店铺至 478 家，实现营收 1.57 亿元（166%YoY）。公司设立铁功基、小鹿蓝蓝、养了个毛孩以及喜小雀四家全资子公司，切入方便速食、婴童食品、宠物食品和定制喜礼业务， 其中小鹿蓝蓝已于 6 月 19 日正式上线，上线第 22 天位居当日天猫宝宝零食行业销量第一。

下半年关注公司线下开店进展和线上恢复速度，维持“增持”评级。公司作为休闲零食线上龙头公司，由坚果向零食转型升级，多品类、多品牌朝 2030 年千亿营收努力。面对目前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，线下开店待疫情影响减弱后有望加速推进。短期内利润率承压，长期来看品牌和供应链优势将助力发展，市占率提升到一定程度公司或能实现利润率提升。预计 2020-2022 年，三只松鼠营收同比增长 18%/22%/22%，净利润同比增长 2%/34%/20%，对应 PE 分别为 109/81/68，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	12,022	14,715	17,958
收入同比(%)	45%	18%	22%	22%
归属母公司净利润	239	243	325	390
净利润同比(%)	-21%	2%	34%	20%
毛利率(%)	27.8%	27.5%	28.3%	29.0%
ROE(%)	12.6%	11.4%	13.2%	13.7%
每股收益(元)	0.60	0.61	0.81	0.97
P/E	111	109	81	68
P/B	14	12	11	9
EV/EBITDA	72	76	57	47

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	4,704	5,514	6,683
现金	970	1,218	1,237	1,462
应收账款	301	405	499	658
其他应收款	41	43	55	68
预付账款	74	87	103	111
存货	2,480	2,697	3,324	4,019
其他流动资产	218	254	296	365
非流动资产	756	779	824	866
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	207	198	197
资产总计	4,842	5,483	6,337	7,549
流动负债	2,660	3,045	3,553	4,355
短期借款	145	0	0	0
应付账款	1,789	2,267	2,572	3,075
其他流动负债	726	778	981	1,280
非流动负债	287	300	320	340
长期借款	250	250	250	250
其他非流动负	37	50	70	90
负债合计	2,946	3,345	3,873	4,695
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	1,183	1,508	1,898
归属母公司股东权	1,895	2,138	2,463	2,853
负债和股东权益	4,842	5,483	6,337	7,549

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)	442	74	279
净利润	239	243	325	390
折旧摊销	56	39	45	50
财务费用	4	(14)	(15)	(15)
投资损失	(10)	(6)	(7)	(7)
营运资金变动	(840)	180	(273)	(138)
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)	16	15
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)	14	16	15
现金净增加额	153	248	18	225

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,173	12,022	14,715	17,958
营业成本	7,345	8,711	10,550	12,755
营业税金及附加	51	60	74	90
销售费用	2,298	2,653	3,312	4,152
管理费用	175	309	387	478
财务费用	(14)	(14)	(15)	(15)
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	311	415	505
营业外收入	9	5	6	6
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	307	313	419	509
所得税	68	70	93	119
净利润	239	243	325	390
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	239	243	325	390
EBITDA	352	335	444	539
EPS（元）	0.60	0.61	0.81	0.97

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	45.30%	18.18%	22.40%	22.03%
营业利润	-	3.61%	33.76%	21.49%
归属于母公司净利润	-	1.82%	33.71%	19.84%
获利能力				
毛利率(%)	27.80%	27.55%	28.31%	28.97%
净利率(%)	2.35%	2.02%	2.21%	2.17%
ROE(%)	12.60%	11.38%	13.20%	13.66%
ROIC(%)	44.96%	18.42%	28.16%	26.81%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.85%	61.00%	61.12%	62.19%
净负债比率(%)	40.33%	62.28%	75.40%	75.74%
流动比率	1.54	1.55	1.55	1.53
速动比率	0.60	0.66	0.62	0.61
营运能力				
总资产周转率	2.56	2.33	2.49	2.59
应收账款周转率	36.08	38.62	36.52	34.74
应付账款周转率	6.50	5.93	6.08	6.36
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.61	0.81	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.82)	1.10	0.19	0.70
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.33	6.14	7.11
估值比率				
P/E	110.7	108.7	81.3	67.8
P/B	13.9	12.4	10.7	9.3
EV/EBITDA	71.52	75.82	57.08	46.61

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。