三只松鼠（300783.SZ）

2020 年 08 月 21 日

直播电商等冲击线上渠道，收入增长低预期

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/20
当前股价(元)	65.90
一年最高最低(元)	91.59/41.55
总市值(亿元)	264.26
流通市值(亿元)	149.58
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.27
近 3 个月换手率(%)	72.35

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

● **受直播电商等冲击线上渠道，二季度收入增长 11.92%，低于预期**

公司公告了 2019 年中报，2019H1 实现收入 52.52 亿元(+16.42%)，归母净利润 1.88 亿元(-29.51%)，扣非归母净利润 1.53 亿元(-41.37%)。其中 2020Q2 实现收入 18.40 亿元(+11.92%)，归母净利润-18.96 万元，扣非归母净利润-3136 万元。二季度受直播电商、猫超、拼多多等渠道的冲击，叠加 618 促销力度不及 2019 年，公司线上渠道收入增速较一季度进一步放缓。在 2019 年高基数以及线上渠道受冲击、促销力度下降的背景下，我们下调公司 2020-2022 年收入预测至 119(-12)/146(-23)/182(-39)亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 0.89(-0.22)/1.45(-0.15)/2.01(-0.30)元，当前股价对应 2020-2022 年 PS 为 2.22/1.81/1.45 倍，维持“买入”评级。

● **平台电商受直播电商分流，猫超、拼多多等渠道带动长尾品牌增长**

直播电商实际实现了 C2M，对产品端品牌以及代工品牌等长尾休闲零食品牌有很好的拉动作用。同时，天猫加大了对猫超的支持力度，并且在 3 月份在猫超渠道推出了自有休闲零食品牌棒倍特。叠加拼多多等渠道对长尾品牌的拉动，导致了平台电商渠道的龙头品牌市占率均出现了不同程度的下滑。淘数据显示，三只松鼠阿里系电商渠道市占率由 2020Q1 的 14.4%下滑到了 2020Q2 的 9.1%，百草味由 9.0%下降到了 5.8%，良品铺子由 5.0%下降到了 4.3%。公司核心第三方电商平台在多重冲击之下 2020H1 仍旧实现了 44.4 亿元的收入，同比增长 11.1%。同时，疫情之后公司加快了线下渠道的拓展速度，线下收入占比快速提升。公司上半年新开投食店 38 家，投食店实现收入 3.1 亿元（同比+45%），新开联盟小店 209 家，实现收入 1.57 亿元（同比+166.1%），线下渠道收入占比已达 8.89%

● **短期受长尾品牌冲击，不改长期品牌化集中趋势**

直播电商、猫超等渠道很难再形成一个综合性的休闲零食渠道品牌，只能在中短期提升下长尾品牌的份额，不改整体行业长期品牌化集中的趋势。同时随着公司通过“联盟工厂”在生产端布局的逐步落地以及线下渠道的开拓，公司对线上渠道的依赖性将降低，逐步向全产业链布局、全渠道、全品类的零食龙头进发。

● **风险提示：**线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、线上渠道冲击较大等。

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	11,906	14,572	18,186
YOY(%)	26.1	45.3	17.0	22.4	24.8
归母净利润(百万元)	304	239	356	582	805
YOY(%)	0.6	-21.4	49.2	63.3	38.3
毛利率(%)	28.2	27.8	26.7	29.9	30.4
净利率(%)	4.3	2.3	3.0	4.0	4.4
ROE(%)	27.3	12.6	16.6	21.7	23.6
EPS(摊薄/元)	0.76	0.60	0.89	1.45	2.01
P/E(倍)	87.0	110.7	74.2	45.4	32.8
P/B(倍)	23.8	13.9	12.3	9.9	7.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

相关研究报告

《中小盘信息更新-一季度收入增长低预期，疫情后看线下加速扩张》-2020.5.2

《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

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	4262	5541	6600
现金	817	970	1559	1470	2395
应收票据及应收账款	304	260	400	408	600
其他应收款	27	41	38	59	62
预付账款	48	74	69	106	112
存货	1240	2480	1937	3237	3171
其他流动资产	43	260	260	260	260
非流动资产	618	756	835	952	1112
长期投资	4	6	8	10	11
固定资产	255	396	469	569	699
无形资产	114	116	133	151	170
其他非流动资产	245	239	226	223	233
资产总计	3096	4842	5097	6493	7712
流动负债	1702	2660	2679	3553	4047
短期借款	0	145	145	145	145
应付票据及应付账款	1339	1789	1926	2426	2964
其他流动负债	362	726	608	982	939
非流动负债	283	287	267	265	257
长期借款	250	250	231	229	221
其他非流动负债	33	37	37	37	37
负债合计	1985	2946	2946	3818	4305
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	1224	1659	2288
归属母公司股东权益	1112	1895	2151	2675	3407
负债和股东权益	3096	4842	5097	6493	7712

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	637	-329	753	83	1161
净利润	304	239	356	582	805
折旧摊销	48	56	53	67	84
财务费用	-9	-14	-24	-52	-66
投资损失	-6	-10	-6	-7	-6
营运资金变动	288	-619	374	-507	344
其他经营现金流	12	19	0	0	0
投资活动现金流	-238	-205	-126	-177	-238
资本支出	244	216	77	116	158
长期投资	6	10	-2	-2	-2
其他投资现金流	12	21	-51	-64	-82
筹资活动现金流	-4	687	-39	6	2
短期借款	0	145	0	0	0
长期借款	-4	0	-19	-2	-8
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	-20	8	10
现金净增加额	394	152	589	-89	924

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7001	10173	11906	14572	18186
营业成本	5023	7345	8723	10219	12655
营业税金及附加	32	51	36	61	74
营业费用	1461	2298	2441	3279	4092
管理费用	113	175	238	262	325
研发费用	34	50	54	68	85
财务费用	-9	-14	-24	-52	-66
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	453	741	1026
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	457	746	1032
所得税	98	68	101	164	227
净利润	304	239	356	582	805
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	304	239	356	582	805
EBITDA	442	359	489	783	1074
EPS(元)	0.76	0.60	0.89	1.45	2.01

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.1	45.3	17.0	22.4	24.8
营业利润(%)	-2.3	-24.7	51.3	63.3	38.6
归属于母公司净利润(%)	0.6	-21.4	49.2	63.3	38.3
获利能力					
毛利率(%)	28.2	27.8	26.7	29.9	30.4
净利率(%)	4.3	2.3	3.0	4.0	4.4
ROE(%)	27.3	12.6	16.6	21.7	23.6
ROIC(%)	21.4	10.1	13.0	17.7	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	60.9	57.8	58.8	55.8
净负债比率(%)	-48.2	-28.5	-50.7	-37.0	-56.0
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.5	0.7	0.5	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.7	2.6	2.4	2.5	2.6
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	0.89	1.45	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	-0.82	1.88	0.21	2.89
每股净资产(最新摊薄)	2.77	4.73	5.36	6.67	8.50
估值比率					
P/E	87.0	110.7	74.2	45.4	32.8
P/B	23.8	13.9	12.3	9.9	7.8
EV/EBITDA	58.6	72.0	51.8	32.5	22.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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R4（中高风险），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