

## 公司研究

## 推进战略转型，静待改革成效

## ——三只松鼠（300783.SZ）2022年中报点评

## 要点

**事件：**三只松鼠发布 2022 年中报。2022H1 实现营业收入 41.14 亿元，同比下降 21.80%；归母净利润 0.82 亿元，同比下降 76.65%。其中 2022Q2 单季度实现营业收入 10.25 亿元，同比下降 35.54%；归母净利润-0.79 亿元，去年同期为 0.37 亿元。

**优化线下门店，分销全域布局。线上渠道：**2022 上半年第三方电商平台实现收入 30.13 亿元，同比-16.79%。其中天猫/京东营收分别为 11.97/11.19 亿元，同比-25.56%/ -21.64%。主要系线上平台流量下滑，叠加疫情影响下部分地区物流受限。**线下渠道：**2022 上半年线下实现收入 10.69 亿元，同比-30.22%。其中 1) 投食店收入 3.39 亿元，同比-36.87%，截至 2022 年上半年末门店数量为 85 家，净减少 55 家。2) 联盟店收入 2.98 亿元，同比-17.91%，门店数量净减少 145 家至 780 家。3) 新分销渠道收入 4.32 亿元，同比-31.65%。主要系公司在转型战略下对现有门店优化，主动关闭经营情况欠佳门店。公司持续推进经销业务，截至 2022 年上半年末经销商数量达 546 家，净增 254 家。公司着重开发批市旗舰店、热榜零食中岛等新渠道业务，已完成首批 200 余个岛型柜台投放，批市经销商新增合作 100 名以上。

**聚焦坚果战略，打造坚果工厂。**分产品看，2022 上半年坚果/烘焙/综合/其他分别实现营收 23.65/6.06/4.90/6.53 亿元，同比-16.05%/ -22.32%/ -27.08%/ -34.15%。公司推进“聚焦坚果”战略，坚果品类营收占比提升至 57.49%，同比+3.94pct。同时，公司积极构建全产业链布局，首批每日坚果工厂于今年 8 月投产。子品牌小鹿蓝蓝 22H1 实现营收 2.61 亿元，同比增长 29.85%。

**原材料价格上行影响毛利率，加大推广力度影响短期利润。**22H1 公司毛利率为 27.86%，同比-3.27pct，主要系部分原材料价格及运费价格上行，且公司对部分疫情区域仓库滞留产品进行处理。22H1 销售费用率为 23.15%，同比+2.10pct，主要系公司加大推广力度，投入超亿元品牌推广费用；管理费用率为 3.21%，同比+0.98pct，主要系股份支付费用增加。综合来看，22H1 净利率为 2.00%，同比-4.69pct。

**盈利预测、估值与评级：**公司处于战略调整阶段，资源投入较大，后续改革成效仍需进一步观察。下调 2022-2024 年归母净利润至 1.76/3.47/3.88 亿元（下调 51.38%/16.90%/20.57%），折合 2022-2024 年 EPS 为 0.44/0.87/0.97 元，当前股价对应 P/E 分别为 45x/23x/20x，考虑到公司战略转型利好长期发展，维持“增持”评级。

**风险提示：**流量入口增加，获客成本增加超预期，线下业务拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,794	9,770	8,768	9,619	10,708
营业收入增长率	-3.72%	-0.24%	-10.26%	9.71%	11.32%
净利润(百万元)	301	411	176	347	388
净利润增长率	26.21%	36.43%	-57.26%	97.70%	11.70%
EPS(元)	0.75	1.03	0.44	0.87	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.37%	18.21%	7.49%	13.08%	13.07%
P/E	26	19	45	23	20
P/B	3.8	3.5	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-22

## 增持（维持）

当前价：19.81 元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.01
总市值(亿元)	79.44
一年最低/最高(元)	19.26/43.21
近 3 月换手率	62.02%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.81	-11.28	-33.58
绝对	-6.87	-8.00	-47.23

资料来源：Wind

## 相关研报

持续推进全渠道发展，关注后续转型表现——三只松鼠（300783.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评（2022-04-26）

Q3 利润继续改善，下半年发力线下分销——三只松鼠（300783.SZ）2021 年三季报点评（2021-10-21）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,794	9,770	8,768	9,619	10,708
营业成本	7,454	6,899	6,406	6,851	7,595
折旧和摊销	45	52	59	71	83
税金及附加	33	47	43	47	52
销售费用	1,712	2,072	1,899	2,018	2,242
管理费用	221	283	255	280	311
研发费用	53	58	53	58	64
财务费用	-10	10	27	36	43
投资收益	23	56	56	56	56
营业利润	392	468	168	415	489
利润总额	401	543	232	459	513
所得税	99	132	56	112	125
净利润	301	411	176	347	388
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	301	411	176	347	388
EPS(元)	0.75	1.03	0.44	0.87	0.97

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,199	588	302	290	335
净利润	301	411	176	347	388
折旧摊销	45	52	59	71	83
净营运资金增加	-451	1,232	-197	193	232
其他	1,304	-1,107	264	-322	-369
投资活动产生现金流	-780	-880	-235	-269	-244
净资本支出	-324	-62	-250	-250	-250
长期投资变化	6	6	0	0	0
其他资产变化	-462	-825	15	-19	6
融资活动现金流	-272	-410	392	64	18
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-166	349	446	190	202
无息负债变化	-475	121	-45	21	106
净现金流	147	-702	459	85	109

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	23.9%	29.4%	26.9%	28.8%	29.1%
EBITDA 率	4.6%	5.4%	2.3%	4.8%	5.2%
EBIT 率	3.8%	4.5%	1.6%	4.1%	4.4%
税前净利润率	4.1%	5.6%	2.6%	4.8%	4.8%
归母净利润率	3.1%	4.2%	2.0%	3.6%	3.6%
ROA	6.8%	8.2%	3.2%	5.7%	5.8%
ROE (摊薄)	14.4%	18.2%	7.5%	13.1%	13.1%
经营性 ROIC	13.3%	9.8%	3.1%	7.8%	8.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	52%	55%	58%	56%	55%
流动比率	1.69	1.60	1.50	1.45	1.41
速动比率	1.01	0.91	0.94	0.91	0.87
归母权益/有息债务	9.12	3.90	2.29	2.19	2.10
有形资产/有息债务	18.26	8.32	5.13	4.73	4.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,401	5,033	5,521	6,042	6,662
货币资金	1,112	418	877	962	1,071
交易性金融资产	100	0	0	0	0
应收账款	218	193	184	196	222
应收票据	8	4	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	34	38	38	44
存货	1,389	1,672	1,552	1,660	1,841
其他流动资产	473	1,500	1,432	1,489	1,563
流动资产合计	3,416	3,901	4,158	4,424	4,828
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	521	542	618	701	787
在建工程	149	207	260	300	330
无形资产	114	112	155	196	235
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	105	156	147	147	147
非流动资产合计	985	1,131	1,363	1,617	1,834
总负债	2,305	2,775	3,176	3,387	3,694
短期借款	0	300	825	1,015	1,217
应付账款	1,381	1,309	1,216	1,300	1,442
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	27	27	27	27	27
流动负债合计	2,016	2,440	2,780	3,043	3,416
长期借款	229	199	199	199	199
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	136	197	145	79
非流动负债合计	288	335	396	344	278
股东权益	2,096	2,258	2,345	2,655	2,969
股本	401	401	401	401	401
公积金	671	558	576	611	613
未分配利润	1,025	1,299	1,369	1,644	1,955
归属母公司权益	2,096	2,258	2,345	2,655	2,969
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.48%	21.21%	21.66%	20.98%	20.94%
管理费用率	2.26%	2.90%	2.91%	2.91%	2.91%
财务费用率	-0.10%	0.10%	0.31%	0.37%	0.40%
研发费用率	0.54%	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.22	0.09	0.19	0.21
每股经营现金流	2.99	1.47	0.75	0.72	0.83
每股净资产	5.23	5.63	5.85	6.62	7.40
每股销售收入	24.42	24.36	21.86	23.99	26.70

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	26	19	45	23	20
PB	3.8	3.5	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.1	18.4	45.3	19.6	16.7
股息率	1.3%	1.1%	0.5%	0.9%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE