

三只松鼠 (300783.SZ)

增持 (维持)

策略转变驱动利润回暖增长，切入社区零食赛道

消费品/商业  
当前股价: 21.27 元

公司发布2022年年报及2023年一季报,2022年度公司实现营收72.9亿/-25.4%,归母净利1.3亿/-68.6%,扣非归母净利0.4亿/-87.3%;23Q1公司实现营收19.0亿/-38.5%,归母净利1.9亿/+18.7%,扣非归母净利1.4亿/+15.1%。公司持续推进战略转型及新分销布局,向高质量发展迈进。维持“增持”评级。

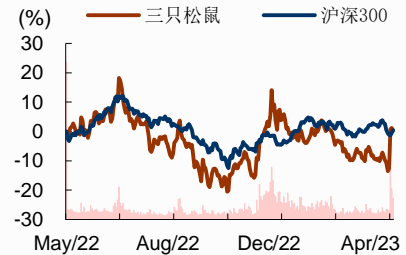
基础数据

总股本(万股)	40100
已上市流通股(万股)	28080
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	33.6%
主要股东	章燎源
主要股东持股比例	39.97%

疫情影响2022年经营表现,高质量增长策略下,23Q1利润回暖增长。2022年公司营业收入达到72.9亿元/-25.4%,实现归母净利润1.3亿元/-68.6%;实现扣非后归母净利润0.4亿/-87.3%;2023Q1公司实现营业收入19.0亿元/-38.5%,实现归母净利润1.9亿元/+18.7%,实现扣非后归母净利润1.4亿/+15.1%。22Q4以来公司转向高质量增长,减少线上投流,并对线下门店及批发渠道进行优化,因而营收有所下滑,但利润端有所恢复。分产品看,2022年公司坚果营收41.1亿/-18.8%,烘焙实现营收11.3亿元/-30.4%;肉制品营收7.0亿/-33.2%;果干实现营收3.4亿元/-43.9%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	19	-4
相对表现	10	6	-7



资料来源:公司数据、招商证券

毛利率有所下滑,销售投放缩减带动利润好转。公司2022年主营业务毛利率为26.7%,同比下降2.6pct。分产品看,坚果/烘焙/肉制品/果干毛利率分别为26.0%/24.8%/22.8%/23.7%,同比分别-3.2pct/-2.6pct/-5.1pct/-3.2pct,2022年公司净利率下降2.4pct至1.8%,公司期间费用率为25.0%/+0.8pct,其中销售、管理、财务费用率分别为21.0%、3.9%、0.1%,分别同比-0.2pct、+1.0pct、+0.0pct。2023年Q1公司毛利率为28.3%/-1.3pct,净利率为10.1%/+4.86pct。23Q1销售、管理、财务费用率分别为15.2%/-6.9pct,3.2%/+1.5pct,0.1%/+0.1pct,当前公司转向高质量增长策略,销售费用率明显优化。

相关报告

- 《三只松鼠(300783)一经营业绩承压,持续推进战略转型》2022-10-29
- 《三只松鼠(300783)一疫情影响业绩承压,积极推进战略转型》2022-08-22
- 《三只松鼠(300783)一利润端短期承压,静待战略调整成效》2022-04-25

公司持续推进供应链及渠道布局,切入社区零食赛道。截止2022年末,公司每日坚果及夏威夷果产线已正式投产,实现每日坚果单盒降本约8%,夏威夷果成品良率显著改善。渠道方面,公司在线下发力区域经销,与超1000家优质经销商建立合作,区域经销业务营收同比增长超80%。公司积极把握线下零食集合店崛起机会,切入社区零食店赛道,预计5、6月将有首批门店开出。

丁浙川 S1090519070002  
dingzhechuan@cmschina.com.cn  
李秀敏 S1090520070003  
lixiumin1@cmschina.com.cn  
潘威全 研究助理  
panweiquan@cmschina.com.cn  
李星馨 研究助理  
lixingxin@cmschina.com.cn

投资建议:公司延续长期发展战略,持续推进战略转型举措,聚焦坚果示范工厂打造与新分销布局,向高质量发展迈进。预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为2.6/3.1/3.4亿元,维持“增持”评级。

风险提示:疫情反复,行业竞争加剧,线上增速放缓,食品安全风险

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9770	7293	7757	8533	9210
同比增长	-0%	-25%	6%	10%	8%
营业利润(百万元)	468	178	458	587	668
同比增长	19%	-62%	158%	28%	14%
归母净利润(百万元)	411	129	264	306	344
同比增长	36%	-69%	104%	16%	13%
每股收益(元)	1.03	0.32	0.66	0.76	0.86
PE	20.7	66.1	32.4	27.9	24.8
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.8

资料来源:公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3901	3317	4038	4408	4752
现金	418	171	744	802	862
交易性投资	0	20	20	20	20
应收票据	4	0	0	0	0
应收款项	193	394	399	439	474
其它应收款	34	22	23	26	28
存货	1672	1071	1110	1207	1303
其他	1580	1639	1741	1914	2066
<b>非流动资产</b>	1131	1219	1183	1151	1122
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	542	522	503	485	470
无形资产商誉	112	109	98	88	80
其他	471	582	575	570	566
<b>资产总计</b>	<b>5033</b>	<b>4536</b>	<b>5221</b>	<b>5559</b>	<b>5874</b>
<b>流动负债</b>	2440	1846	2267	2379	2442
短期借款	300	50	447	434	375
应付账款	1309	1063	1111	1208	1303
预收账款	246	261	272	296	320
其他	584	472	438	441	444
<b>长期负债</b>	335	347	347	347	347
长期借款	199	199	199	199	199
其他	136	148	148	148	148
<b>负债合计</b>	<b>2775</b>	<b>2192</b>	<b>2614</b>	<b>2725</b>	<b>2788</b>
股本	401	401	401	401	401
资本公积金	412	459	459	459	459
留存收益	1445	1483	1747	1973	2226
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2258	2343	2607	2833	3086
<b>负债及权益合计</b>	<b>5033</b>	<b>4536</b>	<b>5221</b>	<b>5559</b>	<b>5874</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	588	73	87	92	151
净利润	411	129	264	306	344
折旧摊销	88	76	66	62	58
财务费用	18	14	(8)	(11)	(14)
投资收益	(56)	(56)	(145)	(75)	(75)
营运资金变动	177	(67)	(89)	(191)	(164)
其它	(50)	(22)	(0)	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(880)	(185)	116	46	46
资本支出	(65)	(213)	(29)	(29)	(29)
其他投资	(815)	27	145	75	75
<b>筹资活动现金流</b>	(410)	(134)	369	(81)	(137)
借款变动	(234)	(97)	361	(13)	(59)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(142)	47	0	0	0
股利分配	(101)	(88)	0	(79)	(92)
其他	66	3	8	11	14
<b>现金净增加额</b>	<b>(702)</b>	<b>(247)</b>	<b>573</b>	<b>58</b>	<b>60</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	9770	7293	7757	8533	9210
营业成本	6899	5343	5579	6068	6548
营业税金及附加	47	48	39	43	46
营业费用	2072	1533	1567	1638	1741
管理费用	283	283	225	239	249
研发费用	58	38	41	43	46
财务费用	10	8	(8)	(11)	(14)
资产减值损失	(19)	(7)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	1	1	1	0	0
其他收益	25	82	82	50	50
投资收益	60	63	63	25	25
<b>营业利润</b>	468	178	458	587	668
营业外收入	88	28	28	28	28
营业外支出	12	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	543	200	481	610	690
所得税	132	71	217	304	346
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	411	129	264	306	344

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-0%	-25%	6%	10%	8%
营业利润	19%	-62%	158%	28%	14%
归母净利润	36%	-69%	104%	16%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.4%	26.7%	28.1%	28.9%	28.9%
净利率	4.2%	1.8%	3.4%	3.6%	3.7%
ROE	18.2%	5.5%	10.1%	10.8%	11.2%
ROIC	12.3%	3.4%	6.6%	8.0%	8.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.1%	48.3%	50.1%	49.0%	47.5%
净负债比率	11.5%	6.3%	12.4%	11.4%	9.8%
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.6	1.5	1.5	1.6
存货周转率	4.5	3.9	5.1	5.2	5.2
应收账款周转率	46.2	24.7	19.6	20.4	20.2
应付账款周转率	5.1	4.5	5.1	5.2	5.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.03	0.32	0.66	0.76	0.86
每股经营净现金	1.47	0.18	0.22	0.23	0.38
每股净资产	5.63	5.84	6.50	7.07	7.70
每股股利	0.22	0.00	0.20	0.23	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	20.7	66.1	32.4	27.9	24.8
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	20.7	46.3	21.1	17.1	15.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源、OTA等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。