

## 三只松鼠 (300783.SZ)

## 疫情影响业绩承压，积极推进战略转型

公司发布 2022 半年报，上半年实现营业收入 41.13 亿元，同比下滑 21.80%；归母净利润 0.82 亿，同比下滑 76.7%；扣非后归母净利润 0.24 亿元，同比下降 90.84%。其中单 Q2 实现营收 10.24 亿元，同比下降 35.54%；归母净利润 -0.79 亿元。疫情对公司业绩产生扰动，疫情危机下，公司积极围绕供应链转型和新分销持续发力，并持续推动管理变革和流程体系升级，积极推动公司增长质量提升。

- 疫情影响非刚需品类销售和电商履约，公司营收受疫情影响较大。2022H1 公司实现营收 41.1 亿 (-21.80%)。3 月以来国内疫情反复，4、5 月社零同比降 11.1% / 6.7%，其中非刚需品类降幅更高。同时疫情防控影响电商履约交付，而公司线上渠道占比较高，疫情对公司经营产生影响。
- 疫情期间毛利率下行，公司归母利润下滑。2022H1 公司毛利率为 27.86%，同比降 3.27pct；报告期内公司实现归母净利润 8213.4 万，同比降 76.7%，主要因原材料价格、运费上涨及疫情区仓库滞留产品处置对毛利率影响明显。此外，公司为夯实坚果心智而提升品牌推广费用，以及员工持股计划等也对当期利润造成压力，但有利于公司长期成长。
- 公司围绕供应链转型和新分销持续发力。公司于四月起战略转向高质量发展，着力延伸产业链，推动坚果产业工业化水平提升。目前每日坚果通过洁净车间、自动化产线，可实现产品下线后直发消费者，集生产与发货于一体。每日坚果工厂首批规划的两条产线将于 8 月正式投产，未来公司也将持续通过原料直采，设备、工艺、研发等技术升级和战略采购模式升级，进一步提升产品力。在新分销方面，公司聚焦于适应线下分销渠道场景的经销专供产品开发及以下沉市场为主的渗透布局，同时探索推进以独立小包装坚果为主的热榜零食散称专柜等，持续拓展分销渠道。
- 公司积极推动管理变革和流程体系升级，注重费用控制。公司持续打造与之相适配的组织架构和流程体系，报告期内，销售费用率为 23.15% (+2.1pct)，管理费用率为 3.21% (+0.98pct)。
- 投资建议：公司积极调整战略，聚焦供应链和新分销，疫情风险下转向注重增长质量，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 1.45/3.05/3.51 亿元，给予“增持”评级。
- 风险提示：疫情反复，消费信心不足，行业竞争加剧，线上增速放缓

## 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	9794	9770	8677	9576	10449
同比增长	-4%	-0%	-11%	10%	9%
营业利润(百万元)	392	468	175	395	471
同比增长	31%	19%	-63%	126%	19%
归母净利润(百万元)	301	411	145	305	351
同比增长	26%	36%	-65%	110%	15%
每股收益(元)	0.75	1.03	0.36	0.76	0.87
PE	26.9	19.7	55.8	26.6	23.1
PB	3.9	3.6	3.5	3.1	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持 (下调)

消费品/商业

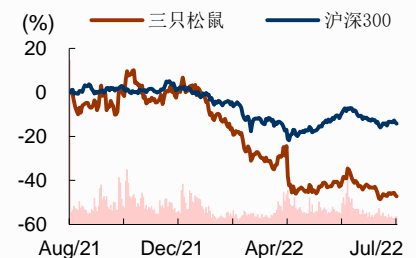
当前股价：20.21 元

## 基础数据

总股本 (万股)	40100
已上市流通股 (万股)	40100
总市值 (亿元)	81
流通市值 (亿元)	81
每股净资产 (MRQ)	5.7
ROE (TTM)	6.2
资产负债率	37.0%
主要股东	章燎源
主要股东持股比例	39.97%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-39	-49
相对表现	-4	-28	-34



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《三只松鼠 (300783) — 利润端短期承压，静待战略调整成效》2022-04-25
- 《三只松鼠 (300783) — 聚焦坚果优势品类，利润水平显著提升》2021-10-22
- 《三只松鼠 (300783) — 利润表现亮眼，全渠道多品牌策略成果初显》2021-08-17

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

✉ lixiumin1@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3416	3901	3897	4375	4765
现金	1112	418	774	929	1005
交易性投资	100	0	0	0	0
应收票据	8	4	4	4	4
应收款项	218	193	155	171	187
其它应收款	51	34	30	33	36
存货	1389	1672	1528	1686	1840
其他	538	1580	1406	1552	1693
<b>非流动资产</b>	985	1131	1136	1140	1145
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	521	542	562	580	596
无形资产商誉	114	112	101	91	82
其他	345	471	467	463	460
<b>资产总计</b>	<b>4401</b>	<b>5033</b>	<b>5032</b>	<b>5515</b>	<b>5910</b>
<b>流动负债</b>	2016	2440	2382	2604	2739
短期借款	0	300	452	522	512
应付账款	1381	1309	1202	1327	1448
预收账款	219	246	226	250	272
其他	416	584	502	505	508
<b>长期负债</b>	288	335	335	335	335
长期借款	229	199	199	199	199
其他	59	136	136	136	136
<b>负债合计</b>	<b>2305</b>	<b>2775</b>	<b>2717</b>	<b>2939</b>	<b>3074</b>
股本	401	401	401	401	401
资本公积金	554	412	412	412	412
留存收益	1141	1445	1502	1763	2023
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2096	2258	2315	2576	2836
<b>负债及权益合计</b>	<b>4401</b>	<b>5033</b>	<b>5032</b>	<b>5515</b>	<b>5910</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1199	588	325	79	162
净利润	301	411	145	305	351
折旧摊销	77	88	65	65	65
财务费用	4	18	(5)	(8)	(11)
投资收益	(23)	(56)	(111)	(111)	(75)
营运资金变动	862	177	235	(175)	(170)
其它	(22)	(50)	(4)	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(780)	(880)	41	41	5
资本支出	(325)	(65)	(70)	(70)	(70)
其他投资	(456)	(815)	111	111	75
<b>筹资活动现金流</b>	(272)	(410)	(11)	35	(91)
借款变动	(205)	(234)	72	70	(11)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(142)	0	0	0
股利分配	(100)	(101)	(88)	(44)	(92)
其他	33	66	5	8	11
<b>现金净增加额</b>	<b>147</b>	<b>(702)</b>	<b>356</b>	<b>155</b>	<b>76</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	9794	9770	8677	9576	10449
营业成本	7454	6899	6334	6990	7628
营业税金及附加	33	47	43	48	52
营业费用	1712	2072	1961	1934	2038
管理费用	221	283	234	278	293
研发费用	53	58	43	48	52
财务费用	(10)	10	(5)	(8)	(11)
资产减值损失	(10)	(19)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	1	1	1	0
其他收益	47	25	50	50	50
投资收益	24	60	60	60	25
<b>营业利润</b>	392	468	175	395	471
营业外收入	16	88	15	15	15
营业外支出	7	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	401	543	177	397	473
所得税	99	132	32	92	122
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	301	411	145	305	351

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-4%	-0%	-11%	10%	9%
营业利润	31%	19%	-63%	126%	19%
归母净利润	26%	36%	-65%	110%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.9%	29.4%	27.0%	27.0%	27.0%
净利率	3.1%	4.2%	1.7%	3.2%	3.4%
ROE	14.4%	18.2%	6.3%	11.8%	12.4%
ROIC	12.1%	12.3%	4.2%	8.5%	9.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.4%	55.1%	54.0%	53.3%	52.0%
净负债比率	5.2%	11.5%	12.9%	13.1%	12.0%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.2	1.9	1.7	1.7	1.8
存货周转率	3.9	4.5	4.0	4.4	4.3
应收账款周转率	40.3	46.2	48.8	57.3	57.0
应付账款周转率	4.7	5.1	5.0	5.5	5.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.75	1.03	0.36	0.76	0.87
每股经营净现金	2.99	1.47	0.81	0.20	0.40
每股净资产	5.23	5.63	5.77	6.43	7.07
每股股利	0.25	0.22	0.11	0.23	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	26.9	19.7	55.8	26.6	23.1
PB	3.9	3.6	3.5	3.1	2.9
EV/EBITDA	24.7	19.9	44.6	23.2	20.0

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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、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。