

三只松鼠(300783)

食品饮料

发布时间：2023-05-04

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

## 聚焦坚果发力分销，23Q1 净利率显著改善

—— 三只松鼠 2022 年报及 2023 年一季度点评

**事件：**公司于 2023 年 4 月 26 日发布 2022 年度报告和 2023 年一季度报。2022 年实现营业总收入 72.93 亿元，同比下滑 25.35%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比下滑 68.61%；2022 年 Q4 实现总营收 19.60 亿元，同比下滑 27.40%，实现归母净利润 0.36 亿元，同期亏损 0.31 亿元；2023 年 Q1 实现总营收 19.00 亿元，同比下滑 38.48%，实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 18.73%。

**点评：**聚焦坚果产业，发力区域分销，业务转型效果显著。2022 年公司实现总营收 72.93 亿元，同比下滑 25.35%，其中坚果产品实现营收 41.07 亿元，同比下滑 18.80%，营收占比提高 4.54pct 至 56.32%，业务重心聚焦至坚果产业。2022 年公司围绕核心坚果品类开工建设示范工厂，投产后每日坚果单盒降本约 8%，夏威夷果成品良率显著改善。分销模式来看，2022 年公司线上渠道实现收入 47.88 亿元，同比下降 26.09%，占比下降 0.65pct 至 65.66%。线下渠道中，门店业务实现收入约 9.44 亿元，投食店/加盟店数量分别净减少 117/387 家至 23/538 家；分销业务实现营收 14.74 亿元，其中区域经销实现营收 8.21 亿元，同比增长 88.04%，经销商数量净增 875 家至 1167 家。公司定向开发 38 款分销专供产品，打造超 10 款千万级大单品，产品入驻头部连锁商超，实现一级城市覆盖率 100%。

**毛利率小幅下滑，净利率显著改善。**22Q4/ 23Q1 公司毛利率同比分别下降 1.37/ 1.29pct 至 24.54%/ 28.27%，系总营收下滑造成规模效应减弱，叠加低毛利区域分销渠道占比提升。22Q4/ 23Q1 公司销售费用率同比分别下降 5.69/ 6.92pct，系渠道结构调整后，线上平台服务及推广费大幅减少。22Q4/ 23Q1 公司期间费用率同比分别下降 5.12/ 5.46pct 至 21.94%/ 18.76%，带动净利率同比分别提高 2.97/ 4.86pct 至 1.81%/ 10.09%，盈利能力呈现加速改善态势。2023 年公司有望通过“稳线上、精分销、拓门店”一系列举措推动整体业绩回归增长。

**盈利预测：**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.68、0.81、0.88 元，对应 PE 分别为 31X、26X、24X，首次覆盖给予“增持”评级。

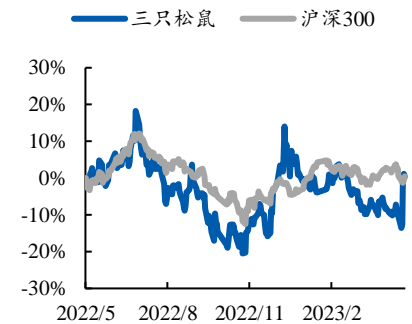
**风险提示：**行业竞争加剧、食品安全风险、终端需求恢复不及预期

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,770	7,293	7,999	9,086	10,025
(+/-)%	-0.24%	-25.35%	9.68%	13.59%	10.34%
归属母公司净利润	411	129	271	325	353
(+/-)%	36.43%	-68.61%	109.99%	20.05%	8.39%
每股收益(元)	1.03	0.32	0.68	0.81	0.88
市盈率	38.01	66.71	31.47	26.22	24.19
市净率	6.92	3.67	3.27	2.90	2.59
净资产收益率(%)	19.49%	5.67%	10.38%	11.08%	10.72%
股息收益率(%)	1.03%	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	401	401	401	401	401

### 股票数据 2023/04/28

6 个月目标价(元)	23.80
收盘价(元)	21.27
12 个月股价区间(元)	16.84-25.05
总市值(百万元)	8,529.27
总股本(百万股)	401
A 股(百万股)	401
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	10

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	4%	2%
相对收益	10%	8%	-1%

### 相关报告

《啤白融合，探索白酒发展新模式》

--20230427

《食用油行业深度报告：稳定成长清晰格局，海外龙头指引方向》

--20230402

《次高端白酒股价深度复盘系列（一）》

--20230331

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001

021-61002252 liqiang@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	171	194	568	855
交易性金融资产	20	35	40	43
应收款项	394	112	487	190
存货	1,071	1,797	1,445	2,147
其他流动资产	1,558	1,618	1,653	1,668
<b>流动资产合计</b>	<b>3,317</b>	<b>3,869</b>	<b>4,314</b>	<b>5,045</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	6	7	7	7
固定资产	522	549	567	584
无形资产	109	108	106	105
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,219</b>	<b>1,265</b>	<b>1,298</b>	<b>1,329</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,536</b>	<b>5,134</b>	<b>5,612</b>	<b>6,375</b>
短期借款	50	50	50	50
应付款项	1,063	1,406	1,399	1,704
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	35	35	35	35
<b>流动负债合计</b>	<b>1,846</b>	<b>2,176</b>	<b>2,278</b>	<b>2,664</b>
长期借款	199	199	249	274
其他长期负债	148	148	148	148
<b>长期负债合计</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>397</b>	<b>422</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,192</b>	<b>2,523</b>	<b>2,675</b>	<b>3,085</b>
归属于母公司股东权益合计	2,343	2,611	2,937	3,289
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,536</b>	<b>5,134</b>	<b>5,612</b>	<b>6,375</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7,293</b>	<b>7,999</b>	<b>9,086</b>	<b>10,025</b>
营业成本	5,343	5,840	6,608	7,262
营业税金及附加	48	44	52	58
资产减值损失	-3	0	0	0
销售费用	1,533	1,560	1,776	1,983
管理费用	283	263	293	336
财务费用	8	12	13	9
公允价值变动净收益	1	0	0	0
投资净收益	56	49	60	67
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>349</b>	<b>432</b>	<b>478</b>
营业外收支净额	23	38	39	36
<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>387</b>	<b>471</b>	<b>514</b>
所得税	71	116	146	162
净利润	129	271	325	353
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>129</b>	<b>271</b>	<b>325</b>	<b>353</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>271</b>	<b>325</b>	<b>353</b>
资产减值准备	7	0	0	0
折旧及摊销	158	80	62	55
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	14	14	16	17
投资损失	-56	-49	-60	-67
运营资本变动	-149	-184	37	-58
其他	-28	-43	-45	-43
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>73</b>	<b>89</b>	<b>334</b>	<b>258</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-185</b>	<b>-49</b>	<b>6</b>	<b>21</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-134</b>	<b>-17</b>	<b>34</b>	<b>8</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>314</b>	<b>241</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.32	0.68	0.81	0.88
每股净资产 (元)	5.84	6.51	7.32	8.20
每股经营性现金流量 (元)	0.18	0.22	0.83	0.64
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-25.4%	9.7%	13.6%	10.3%
净利润增长率	-68.6%	110.0%	20.0%	8.4%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	26.7%	27.0%	27.3%	27.6%
净利率	1.8%	3.4%	3.6%	3.5%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	14.49	11.23	11.71	12.01
存货周转天数	92.41	88.40	88.31	89.02
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	48.3%	49.1%	47.7%	48.4%
流动比率	1.80	1.78	1.89	1.89
速动比率	0.33	0.17	0.49	0.43
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	21.0%	19.5%	19.6%	19.8%
管理费用率	3.9%	3.3%	3.2%	3.4%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	66.71	31.47	26.22	24.19
P/B (倍)	3.67	3.27	2.90	2.59
P/S (倍)	1.18	1.07	0.94	0.85
净资产收益率	5.7%	10.4%	11.1%	10.7%

资料来源：东北证券

**研究团队简介：**

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360, 400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

