

**三只松鼠 (300783.SZ)**
**2022 年业绩承压明显, 2023 年业绩有望恢复增长**

2023 年 04 月 27 日

——中小盘信息更新

**投资评级: 买入 (维持)**
**任浪 (分析师)**
**周佳 (联系人)**

renlang@kysec.cn

zhoujia@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790121080046

日期	2023/4/27
当前股价(元)	21.43
一年最高最低(元)	25.98/16.68
总市值(亿元)	85.93
流通市值(亿元)	60.17
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.81
近 3 个月换手率(%)	113.62

**中小盘研究团队**
**● 2022 年业绩整体承压明显, 但 2022Q4 以来归母净利润已恢复增长**

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年全年实现营收 72.93 亿元, 同比-25.35%, 归母净利润 1.29 亿元, 同比-68.61%。2023Q1 实现营收 19.00 亿元, 同比-38.48%, 归母净利润 1.92 亿元, 同比+18.73%。2022 年公司主动缩减 SKU、优化线下门店与低效批发渠道, 短期业绩承压, 但 2022Q4 战略调整成效已经显现, 净利润同比+214.17%。2023Q1 公司基于“高端性价比”战略推进供应链升级及运营改善, 营收跌幅呈现逐月收窄趋势。同时, 期间费用率同比-5.46pct 至 18.76%, 推动净利润实现增长。鉴于公司战略调整成效逐步显现, 我们维持公司 2023、2024 年业绩预测, 新增 2025 年业绩预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.13/4.12/5.00 亿元, 对应 EPS 分别为 0.78/1.03/1.25 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 27.4/20.8/17.1 倍, 看好公司长期发展, 维持“买入”评级。

**● 经销渠道升级实现高增, 聚焦坚果、降本增效推动 2023Q1 毛利率环比提升**

2022 年公司积极推进全域分销业务, 经销商数量同比净增 875 家至 1167 家, 其中北部/中部/东部/西南/东北/西部分别净增 226/206/155/109/92/90 家。同时, 公司积极升级研发针对流通批市及县乡下沉市场的 2022 款经销专供系列 38 款产品, 打造超 10 款千万级大单品, 渠道端及产品端共振推动公司区域经销业务营收同比增长 88.04%至 8.21 亿元。此外, 在传统电商渠道销售疲软的背景下, 公司通过缩减线上费用投放, 集中资源投入到坚果大单品上, 并主动关停经营情况欠佳的门店, 提升供应链效率, 推动 2023Q1 毛利率环比提升 3.73pct 至 28.27%。

**● 经销渠道持续推进叠加社区零食店快速铺开, 2023 年全年业绩有望恢复增长**

公司积极推进经销业务向下沉市场渗透, 并持续升级具有终端性价比的坚果与零食日销专供货品。同时, 公司拟打造一批社区零食店, 提供质高价优零食品类, 有望把握零食专营渠道的发展红利。公司每日坚果及夏威夷果产线已正式投产, 投产后每日坚果单盒降本约 8%, 夏威夷果良品率显著改善, 随着坚果示范工厂产能逐步释放, 经销业务及社区零食店双轮驱动有望推动公司业绩恢复增长。

**● 风险提示: 线上竞争加剧、线下分销业务拓展不及预期、疫情反复等。**
**相关研究报告**

《战略转型持续推进, Q3 实现扭亏为盈—中小盘信息更新》-2022.10.27

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,770	7,293	7,184	8,204	9,227
YOY(%)	-0.2	-25.4	-1.5	14.2	12.5
归母净利润(百万元)	411	129	313	412	500
YOY(%)	36.4	-68.6	142.5	31.6	21.3
毛利率(%)	29.4	26.7	30.9	31.1	32.1
净利率(%)	4.2	1.8	4.4	5.0	5.4
ROE(%)	18.2	5.5	11.8	13.7	14.5
EPS(摊薄/元)	1.03	0.32	0.78	1.03	1.25
P/E(倍)	20.8	66.3	27.4	20.8	17.1
P/B(倍)	3.8	3.7	3.2	2.8	2.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3901	3317	2818	3389	3511
现金	418	171	679	775	1096
应收票据及应收账款	197	394	227	289	337
其他应收款	34	22	33	30	41
预付账款	80	81	78	104	100
存货	1672	1071	223	613	359
其他流动资产	1500	1578	1578	1578	1578
<b>非流动资产</b>	1131	1219	1146	1176	1199
长期投资	6	6	8	9	10
固定资产	542	522	527	582	627
无形资产	112	109	115	112	109
其他非流动资产	471	582	496	474	453
<b>资产总计</b>	5033	4536	3964	4565	4710
<b>流动负债</b>	2440	1846	1691	2130	1809
短期借款	300	50	741	1017	664
应付票据及应付账款	1309	1063	282	338	382
其他流动负债	830	732	669	776	764
<b>非流动负债</b>	335	347	286	252	215
长期借款	199	199	138	104	67
其他非流动负债	136	148	148	148	148
<b>负债合计</b>	2775	2192	1977	2382	2024
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	412	469	469	469	469
留存收益	1445	1483	1720	2051	2469
归属母公司股东权益	2258	2343	1987	2183	2686
负债和股东权益	5033	4536	3964	4565	4710

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	588	73	350	139	748
净利润	411	129	313	412	500
折旧摊销	88	76	67	54	63
财务费用	10	8	22	41	38
<b>投资损失</b>	-56	-56	-56	-56	-56
营运资金变动	41	-206	11	-304	212
其他经营现金流	94	122	-8	-8	-8
<b>投资活动现金流</b>	-880	-185	69	-21	-22
<b>资本支出</b>	65	213	7	84	84
长期投资	-838	3	-1	-1	-1
其他投资现金流	23	24	77	64	64
筹资活动现金流	-410	-134	-78	-136	-124
短期借款	300	-250	0	0	0
长期借款	-30	0	-61	-34	-37
<b>普通股增加</b>	0	0	0	0	0
<b>资本公积增加</b>	-142	57	0	0	0
<b>其他筹资现金流</b>	-539	59	-17	-103	-87
<b>现金净增加额</b>	-702	-247	340	-18	602

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9770	7293	7184	8204	9227
营业成本	6899	5343	4965	5649	6269
营业税金及附加	47	48	23	40	45
营业费用	2072	1533	1580	1805	2030
管理费用	283	283	280	230	249
研发费用	58	38	42	46	51
财务费用	10	8	22	41	38
资产减值损失	-4	-3	1	0	0
其他收益	25	82	60	82	82
公允价值变动收益	1	1	0	1	1
投资净收益	56	56	56	56	56
资产处置收益	4	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	468	178	397	539	691
营业外收入	88	28	44	53	41
营业外支出	12	5	4	8	7
<b>利润总额</b>	543	200	436	583	725
所得税	132	71	123	172	225
<b>净利润</b>	411	129	313	412	500
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	411	129	313	412	500
EBITDA	650	288	527	683	829
EPS(元)	1.03	0.32	0.78	1.03	1.25

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.2	-25.4	-1.5	14.2	12.5
营业利润(%)	19.4	-62.1	123.6	35.7	28.2
归属于母公司净利润(%)	36.4	-68.6	142.5	31.6	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.4	26.7	30.9	31.1	32.1
净利率(%)	4.2	1.8	4.4	5.0	5.4
ROE(%)	18.2	5.5	11.8	13.7	14.5
ROIC(%)	17.2	5.4	11.1	12.8	16.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.1	48.3	49.9	52.2	43.0
净负债比率(%)	10.9	11.1	14.6	17.8	-5.1
流动比率	1.6	1.8	1.7	1.6	1.9
速动比率	0.3	0.3	0.6	0.5	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	1.5	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	47.6	24.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.5	9.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.32	0.78	1.03	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.18	0.87	0.35	1.87
每股净资产(最新摊薄)	5.63	5.84	6.62	7.49	8.61
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	66.3	27.4	20.8	17.1
P/B	3.8	3.7	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.6	30.6	17.0	13.3	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn