

三只松鼠 (300783.SZ) 战略转型持续推进, Q3 实现扭亏为盈

2022 年 10 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	2022/10/27
当前股价(元)	17.81
一年最高最低(元)	43.63/16.80
总市值(亿元)	71.42
流通市值(亿元)	71.42
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	4.01
近 3 个月换手率(%)	48.27

中小盘研究团队
● 转型阵痛仍在, Q3 业绩实现扭亏

公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现营业收入 53.33 亿元, 同比-24.57%; 归母净利润 0.93 亿元, 同比-78.86%。其中 Q3 单季度实现营收 12.19 亿元, 同比-32.63%; 归母净利润 0.11 亿元, 同比-87.43%。公司主动缩减 SKU、关闭低效门店、缩减线上费用投放, Q3 实现业绩扭亏为盈。公司仍处于战略调整期, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预计分别至 1.71 (-1.62) /3.13 (-2.74) /4.12 (-2.85) 亿元, 对应 EPS 分别为 0.43 (-0.40) /0.78 (-0.68) /1.03 (-0.71) 元, 当前股价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 42.0/23.0/17.4 倍。考虑转型战略起效尚需时间, 目前估值性价比已凸显, 我们维持“买入”评级。

● 聚焦坚果单品、主动降本增效, 盈利能力有所改善

公司通过聚焦坚果大单品、缩减长尾 SKU、主动关停经营情况欠佳的门店, 提升供应链效率, 推动 Q3 毛利率较 Q2 环比提升 3.76pct 至 26.51%。同时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, 集中资源和费用投入到坚果大单品上, 推动 Q3 销售费用率较 Q2 环比下降 5.60pct 至 20.70%。毛利率回升叠加销售费用率下降, 推动公司净利润显著回升至 0.93%, 实现扭亏。展望全年, 在旺季的需求驱动以及公司强成本管控下, Q4 盈利能力有望持续回升。

● 产能扩张与渠道下沉并进, 静待转型效应显现

公司在转型阵痛期主动求变, 率先推进“每日坚果示范工厂打造、分销全域布局、线下门店优化、事业部制改革”四大变革举措。公司着力延伸自主供应链, 每日坚果示范工厂于 2022 年 4 月开工建设, 目前共计六条产线 36 套设备已全部投产, 夏威夷果、碧根果示范工厂两条产线将于 2022 年底投产, 有望提升产品力的同时进一步降本增效。同时, 公司渠道端持续推进新分销业务, 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, 累计与 885 家经销商伙伴建立品牌授权经销合作关系。公司坚定战略转型信心, 全力备战年货节销售旺季, 经销专供品已初步开发完成, 未来产能扩张与渠道下沉带来的规模效应可期。

● 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

《转型阵痛仍在, 短期利润率承压——中小盘信息更新》-2022.4.24

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,794	9,770	7,748	8,498	9,578
YOY(%)	-3.7	-0.2	-20.7	9.7	12.7
归母净利润(百万元)	301	411	171	313	412
YOY(%)	26.2	36.4	-58.4	82.9	31.9
毛利率(%)	23.9	29.4	28.0	28.7	29.3
净利率(%)	3.1	4.2	2.2	3.7	4.3
ROE(%)	14.4	18.2	7.3	12.2	14.3
EPS(摊薄/元)	0.75	1.03	0.43	0.78	1.03
P/E(倍)	23.8	17.5	42.0	23.0	17.4
P/B(倍)	3.4	3.2	3.1	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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3404	3901	2741	3337	3184
现金	1112	418	732	803	905
应收票据及应收账款	226	197	227	289	337
其他应收款	51	34	34	40	43
预付账款	52	80	25	90	39
存货	1389	1672	223	613	359
其他流动资产	573	1500	1500	1500	1500
非流动资产	1210	1131	987	989	1010
长期投资	6	6	7	8	9
固定资产	521	542	441	461	491
无形资产	114	112	123	131	132
其他非流动资产	570	471	416	388	378
资产总计	4614	5033	3728	4326	4194
流动负债	2119	2440	1720	2157	1837
短期借款	0	300	741	1017	664
应付票据及应付账款	1381	1309	282	338	382
其他流动负债	738	830	697	803	791
非流动负债	408	335	240	201	166
长期借款	229	199	104	65	30
其他非流动负债	179	136	136	136	136
负债合计	2528	2775	1960	2358	2002
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	554	412	412	412	412
留存收益	1131	1445	1574	1792	2091
归属母公司股东权益	2086	2258	1768	1968	2192
负债和股东权益	4614	5033	3728	4326	4194

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1199	588	201	54	656
净利润	301	411	171	313	412
折旧摊销	77	88	59	62	56
财务费用	-10	10	20	44	36
投资损失	-23	-56	-56	-56	-56
营运资金变动	846	41	11	-304	212
其他经营现金流	9	94	-4	-4	-4
投资活动现金流	-780	-880	146	-4	-17
资本支出	325	65	-105	63	76
长期投资	-448	-838	-1	-1	-1
其他投资现金流	-7	23	42	60	60
筹资活动现金流	-272	-410	-243	-180	-166
短期借款	-145	300	0	0	0
长期借款	-21	-30	-95	-39	-35
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-142	0	0	0
其他筹资现金流	-106	-539	-148	-140	-131
现金净增加额	147	-702	104	-130	473

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9794	9770	7748	8498	9578
营业成本	7454	6899	5581	6062	6771
营业税金及附加	33	47	25	32	38
营业费用	1712	2072	1705	1785	2011
管理费用	221	283	302	238	259
研发费用	53	58	45	48	53
财务费用	-10	10	20	44	36
资产减值损失	-2	-4	2	0	0
其他收益	47	25	60	25	25
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	23	56	56	56	56
资产处置收益	0	4	4	4	4
营业利润	392	468	191	375	496
营业外收入	16	88	37	47	57
营业外支出	7	12	4	9	9
利润总额	401	543	224	413	543
所得税	99	132	53	100	131
净利润	301	411	171	313	412
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	301	411	171	313	412
EBITDA	459	650	306	520	640
EPS(元)	0.75	1.03	0.43	0.78	1.03

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.7	-0.2	-20.7	9.7	12.7
营业利润(%)	30.8	19.4	-59.1	96.0	32.2
归属于母公司净利润(%)	26.2	36.4	-58.4	82.9	31.9
获利能力					
毛利率(%)	23.9	29.4	28.0	28.7	29.3
净利率(%)	3.1	4.2	2.2	3.7	4.3
ROE(%)	14.4	18.2	7.3	12.2	14.3
ROIC(%)	24.9	16.9	7.3	11.7	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	54.8	55.1	52.6	54.5	47.7
净负债比率(%)	-34.5	13.0	12.2	17.7	-1.3
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.3	0.6	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.0	1.8	2.1	2.2
应收账款周转率	40.9	47.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	5.1	8.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.03	0.43	0.78	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	1.47	0.50	0.14	1.64
每股净资产(最新摊薄)	5.20	5.63	5.84	6.38	7.17
估值比率					
P/E	23.8	17.5	42.0	23.0	17.4
P/B	3.4	3.2	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.8	11.5	24.4	14.7	11.2

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16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