

三只松鼠 (300783.SZ) 转型阵痛仍在，短期利润率承压

2022年04月24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	2022/4/22
当前股价(元)	29.27
一年最高最低(元)	58.37/24.60
总市值(亿元)	117.37
流通市值(亿元)	66.44
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.27
近3个月换手率(%)	76.36

中小盘研究团队

● 2021年净利润显著提升，多因素冲击下2022Q1业绩不及预期

公司披露2021年年报及2022年一季报，2021年全年实现营业收入97.70亿元（-0.24%），归母净利润4.11亿元（+36.43%）；2022Q1实现营业收入30.89亿元（-15.85%），实现归母净利润1.61亿元（-48.75%）。2021年，传统电商业务下滑和门店业务增长放缓导致公司营收微降，但公司以利润为导向，通过全渠道成本管控和供应链提效，实现了净利润的显著提升。疫情影响下部分区域物流受阻、部分线下专卖店阶段性闭店，公司2022Q1收入和业绩不及预期。考虑疫情反复以及公司在渠道变革背景下主动进行战略转型调整带来的阵痛，我们下调公司2022-2023年归母净利润预计分别至3.33（-3.18）、5.87（-1.82）亿元，新增2024年归母净利润预计6.97亿元，对应EPS分别为0.83/1.46/1.74元，当前股价对应2022-2024年PE为35.3/20.0/16.8倍，看好公司转型前景，维持“买入”评级。

● 聚焦坚果品类实现量价齐升，发力区域经销带来线下业务新增量

在聚焦坚果战略下，公司借助央视、梯媒、社交媒体等渠道提升坚果心智首选度，2021年实现坚果品类营收50.58亿元，同比增长4.3%，坚果收入占比同比提升2.3个百分点至51.8%，毛利率同比提升6.9个百分点至29.1%。同时，公司大力拓展区域经销，通过下半年的组织建设、货品打造、体系搭建、经销商招募，12月已正式向全国铺货，2021年贡献营业收入4.37亿元，为线下业务带来新增量。

● 发展路径及模式全面升级，坚果龙头未来发展可期

发展路径方面，公司将通过示范或联盟工厂间接进入二产、渗透一产，推动坚果产品附加值提升。发展模式方面，公司将向全渠道、多品牌升级，通过组建坚果超级事业部，打造更加灵活的电商事业部、基于全域布局的分销事业部以及小鹿蓝蓝独立品牌事业部等组合拳。渠道端快速推动区域经销在全国县级市及以上的中下线市场覆盖，品牌端借助“小鹿蓝蓝”的子品牌孵化链路探索建立多品牌管理矩阵。公司目前正处于战略转型阵痛期，未来随着供应链整合能力和全渠道融合发展能力的提升，叠加新品牌的快速放量，有望收获新一轮成长。

● 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

《中小盘信息更新-聚焦坚果、备战分销，战略调整成效显著》-2021.10.20

《中小盘信息更新-品牌定位进一步清晰，渠道布局走向均衡》-2021.8.17

《中小盘信息更新-股权激励和合伙人持股着眼长远，利润率持续提升》-2021.6.23

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	10,668	11,993	13,654
YOY(%)	-3.7	-0.2	9.2	12.4	13.9
归母净利润(百万元)	301	411	333	587	697
YOY(%)	26.2	36.4	-19.1	76.4	18.7
毛利率(%)	23.9	29.4	28.8	30.1	30.2
净利率(%)	3.1	4.2	3.1	4.9	5.1
ROE(%)	14.4	18.2	13.3	19.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.75	1.03	0.83	1.46	1.74
P/E(倍)	39.0	28.6	35.3	20.0	16.8
P/B(倍)	5.6	5.2	4.7	3.9	3.2

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	3416	3901	4396	4877	5919
现金	1112	418	796	958	1699
应收票据及应收账款	226	197	265	254	337
其他应收款	51	34	59	46	74
预付账款	65	80	78	100	102
存货	1389	1672	1697	2020	2207
其他流动资产	573	1500	1500	1500	1500
非流动资产	985	1131	1150	1183	1234
长期投资	6	6	7	8	9
固定资产	521	542	582	632	689
无形资产	114	112	123	131	132
其他非流动资产	345	471	438	413	404
资产总计	4401	5033	5545	6060	7153
流动负债	2016	2440	2743	2776	3294
短期借款	0	300	300	300	300
应付票据及应付账款	1381	1309	1652	1615	2100
其他流动负债	635	830	791	861	893
非流动负债	288	335	300	267	236
长期借款	229	199	164	131	100
其他非流动负债	59	136	136	136	136
负债合计	2305	2775	3043	3043	3529
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	1141	1445	1697	2106	2612
归属母公司股东权益	2096	2258	2502	3017	3623
负债和股东权益	4401	5033	5545	6060	7153

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9794	9770	10668	11993	13654
营业成本	7454	6899	7594	8378	9527
营业税金及附加	33	47	34	46	54
营业费用	1712	2072	2347	2518	2867
管理费用	221	283	309	336	369
研发费用	53	58	62	67	75
财务费用	-10	10	2	-5	-24
资产减值损失	-2	-4	-3	0	0
其他收益	47	25	25	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	406	737	871
营业外收入	16	88	37	47	57
营业外支出	7	12	7	9	9
利润总额	401	543	437	775	919
所得税	99	132	104	188	222
净利润	301	411	333	587	697
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	301	411	333	587	697
EBITDA	459	650	505	843	968
EPS(元)	0.75	1.03	0.83	1.46	1.74

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.7	-0.2	9.2	12.4	13.9
营业利润(%)	30.8	19.4	-13.2	81.5	18.1
归属于母公司净利润(%)	26.2	36.4	-19.1	76.4	18.7
获利能力					
毛利率(%)	23.9	29.4	28.8	30.1	30.2
净利率(%)	3.1	4.2	3.1	4.9	5.1
ROE(%)	14.4	18.2	13.3	19.5	19.2
ROIC(%)	12.1	14.3	10.7	16.1	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	55.1	54.9	50.2	49.3
净负债比率(%)	-39.2	13.0	-6.3	-11.6	-30.9
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.8	1.8
速动比率	0.7	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
应收账款周转率	40.3	46.2	46.2	46.2	46.2
应付账款周转率	4.7	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.03	0.83	1.46	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	1.47	1.40	0.76	2.23
每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.63	6.24	7.52	9.04
估值比率					
P/E	39.0	28.6	35.3	20.0	16.8
P/B	5.6	5.2	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	23.5	18.5	22.9	13.5	11.0

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1199	588	562	304	894
净利润	301	411	333	587	697
折旧摊销	77	88	63	70	68
财务费用	-10	10	2	-5	-24
投资损失	-23	-56	-56	-56	-56
营运资金变动	846	41	225	-288	214
其他经营现金流	9	94	-4	-4	-4
投资活动现金流	-780	-880	-21	-44	-58
资本支出	325	65	18	32	49
长期投资	-448	-838	-1	-1	-1
其他投资现金流	-904	-1653	-5	-13	-10
筹资活动现金流	-272	-410	-164	-99	-95
短期借款	-145	300	0	0	0
长期借款	-21	-30	-35	-33	-32
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	-129	-66	-64
现金净增加额	147	-702	378	162	741

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	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	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，属于机密材料，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