


**分析师：王言海**

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**研究助理：王玲瑶**

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

➤ **三只松鼠 2021 年年报及 2022 年一季报：**2021 年公司实现营收 97.7 亿元，同比-0.2%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比+36.4%，实现扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+31.0%。2022 年一季度实现营收 30.9 亿元，同比-15.9%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比-48.8%，实现扣非归母净利润 1.2 亿元，同比-57.4%。拟每 10 股分红 2.2 元。

➤ **21 年收入基本保持平稳发展，联盟店及区域分销贡献增量。**2021 年公司实现营收 97.7 亿元，同比-0.2%，其中 Q1-Q4 分别同比+7.6%/-13.6%/-8.6%/+5.4%，Q4 环比改善，主因年货节礼赠需求旺盛及线下区域分销贡献一定增量。2021 年公司在全域渠道进一步拓张布局，第三方电商/新分销/门店分别实现营收 64.8/16.1/15.7 亿元，其中淘系/京东分别实现 29.6/24.1 亿元，受线上去中心化影响，淘系/京东收入分别同比-22.3%/-11.8%，公司积极拓展直播电商等新平台营销补充增量。投食店/联盟店分别实现 8.2/7.5 亿元，分别同比-6.4%/+63.3%，2021 年投食店/联盟店分别-31/+53 家，年末达 140/925 家。新分销以区域经销商为核心，以平台分销和新渠道业务为补充，公司于 10 月启动区域经销招商，12 月通过年货节坚果礼铺货全国市场，区域经销实现 4.4 亿元营收。主品牌三只松鼠与婴童零食小鹿蓝蓝分别实现营收 92.4/4.9 亿元。松鼠在多品类发展的同时，更加聚焦坚果品类，2021 年坚果实现营收 50.6 亿元，占比 51.8%，同比+4.3%，烘焙/肉制品/果干/综合品类分别占比 16.7%/10.7%/6.2%/12.7%。2022 年 Q1 公司实现营收 30.9 亿元，同比-15.9%，收入下滑主因：1) 春节错期，节前备货周期相应缩短；2) 线上去中心化，流量成本增加，公司相应减少线上引流投放，同时疫情影响华东地区物流发货；3) 线下正处于战略调整阶段，叠加疫情影响，超过 400 家门店出现阶段性闭店。

➤ **21 年利润导向卓有成效，高基数及营销力度增加影响 22Q1 利润。**2021 年公司实现归母净利润 4.1 亿元，同比+36.4%，公司转向利润导向后，提升成本管控及供应链效率卓有成效，下半年加大品牌打造力度，一定程度上影响利润表现。2022 年 Q1 实现归母净利润 1.6 亿元，同比-48.8%，短期利润下滑，主因：1) 去年 Q1 公司以利润为导向，精简费用投放释放利润空间；2) 部分大宗原材料价格上涨，推升成本；3) Q1 持续投放广宣费用，新增激励费用 1500 万元。

**毛利率：**2021 年公司毛利率为 29.4%，同比+5.5pct，线上/线下毛利率分别为 30.7%/26.8%，分别同比+6.4/+3.9pct，坚果/烘焙/肉制品毛利率分别为 29.1%/27.3%/27.9%，分别同比+6.9/+4.0/+4.9pct，核心品类毛利率提升有效带动整体毛利率增长，同时有望引导行业向更加良性方向发展。2022Q1 毛利率为 29.6%，同比小幅下滑 1.8pct。**期间费用率：**2021 年公司期间费用率为 24.8%，同比+4.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.2%/2.9%/0.6%/0.1%，分别同比+3.7/+0.6/+0.1/+0.2pct。2022Q1 期间费用率为 24.2%，同比+3.8pct，其中销售费用率 22.1%，同比+3.9pct，主因公司加大营销推广力度。**净利率：**2021 年公司净利率为 4.2%，同比+1.1pct，2022Q1 净利率为 5.2%，同比-3.4pct，主因去年 Q1 存在高基数，及公司加大营销力度。

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**24.02 元**

## 相关研究

- 1.【民生食饮】三只松鼠(300783.SZ) 2021 年三季报点评：利润导向成果显著，线下分销再造新亮点
- 2.三只松鼠 (300783) 2021 年半年度业绩点评：多方改善驱动 21H1 业绩高增，股权激励带来长期确定性
- 3.三只松鼠 (300783) 2021 年一季报点评：盈利水平大幅改善，线下拓张+子品牌孵化值得期待

➤ **全面转型升级，聚焦坚果产业链，迈向多品牌、全渠道发展阶段。**产品层面，松鼠由过去全品类协同均衡发展，转向聚焦坚果品类，多品牌布局阶段，并将持续缩减 SKU，聚焦潜力单品。松鼠经历由多品类支撑规模扩张，培育优势单品后，精简 SKU 实现规模化运营也正契合目前发展阶段。**渠道层面**，由电商走向全域发展，积极扩充布局线下区域分销，实现更广泛更密集的分销网络。对于门店体系，将大力度关停定位、业绩不佳的门店，更加关注单店盈利能力，实现长期高质量发展。同时也进一步增加直播电商、内容电商等渠道布局。未来将以电商事业部、分销事业部等共同驱动公司全域发展。**供应链层面**，公司将进一步推动一二三产融合。通过联盟工厂实现上游渗透，把控产品品质，并有望进一步增加毛利空间。推动坚果的国内种植，建立采购优势。实现从原料种植、加工生产、终端销售的全产业链布局。公司进行全方面转型升级，整体表现可期，虽然优化 SKU、调整门店可能影响短期业绩表现，但利好长远高质量发展。

➤ **投资建议：**预计 2022-2024 年公司实现收入 94.3/107.0/126.1 亿元，同比 -3.5%/+13.5%/+17.8%，实现归母净利润 3.9/5.4/6.6 亿元，同比 -4.7%/+37.3%/+23.3%，EPS 分别为 0.98/1.34/1.65 元，对应 PE 分别为 25/18/15X。考虑到公司进行全面转型升级，建立多品牌矩阵，推动全渠道发展，未来成长潜力充足，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场拓张不及预期、新品牌孵化不及预期、原材料价格波动风险、食品安全风险等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,770	9,428	10,701	12,606
增长率（%）	-0.2	-3.5	13.5	17.8
归属母公司股东净利润（百万元）	411	392	538	663
增长率（%）	36.4	-4.7	37.3	23.3
每股收益（元）	1.03	0.98	1.34	1.65
PE	23	25	18	15
PB	4.3	3.7	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 25 日收盘价）

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,770	9,428	10,701	12,606
营业成本	6,899	6,602	7,386	8,650
营业税金及附加	47	38	44	53
销售费用	2,072	2,088	2,392	2,830
管理费用	283	217	227	265
研发费用	58	47	48	63
EBIT	418	437	605	745
财务费用	10	21	18	15
资产减值损失	-4	-3	-1	-0
投资收益	56	36	45	55
营业利润	468	481	669	828
营业外收支	75	35	42	48
利润总额	543	516	711	876
所得税	132	125	173	212
净利润	411	392	538	663
归属于母公司净利润	411	392	538	663
EBITDA	601	587	778	933

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	418	687	1,044	1,455
应收账款及票据	197	208	231	271
预付款项	80	69	78	92
存货	1,672	1,581	1,711	2,042
其他流动资产	1,534	1,461	1,512	1,578
流动资产合计	3,901	4,006	4,575	5,439
长期股权投资	6	7	7	7
固定资产	542	626	697	751
无形资产	112	111	109	108
非流动资产合计	1,131	1,156	1,176	1,187
资产合计	5,033	5,162	5,751	6,626
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	1,309	1,302	1,424	1,676
其他流动负债	830	720	800	933
流动负债合计	2,440	2,322	2,523	2,909
长期借款	199	169	139	104
其他长期负债	136	101	101	101
非流动负债合计	335	270	240	205
负债合计	2,775	2,592	2,763	3,114
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,258	2,570	2,988	3,512
负债和股东权益合计	5,033	5,162	5,751	6,626

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.24	-3.50	13.50	17.80
EBIT 增长率	16.40	4.47	38.50	23.22
净利润增长率	36.43	-4.71	37.34	23.31
盈利能力 (%)				
毛利率	29.38	29.98	30.98	31.38
净利润率	4.21	4.16	5.03	5.26
总资产收益率 ROA	8.17	7.59	9.36	10.01
净资产收益率 ROE	18.21	15.25	18.01	18.89
偿债能力				
流动比率	1.60	1.72	1.81	1.87
速动比率	0.88	1.01	1.10	1.14
现金比率	0.17	0.30	0.41	0.50
资产负债率 (%)	55.13	50.22	48.05	46.99
经营效率				
应收账款周转天数	7.20	7.87	7.69	7.67
存货周转天数	88.45	87.44	84.54	86.16
总资产周转率	1.94	1.83	1.86	1.90
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	0.98	1.34	1.65
每股净资产	5.63	6.41	7.45	8.76
每股经营现金流	1.47	1.41	1.69	1.89
每股股利	0.00	0.20	0.30	0.35
估值分析				
PE	23	25	18	15
PB	4.3	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	16.38	16.21	11.72	9.29
股息收益率 (%)	0.00	0.83	1.25	1.44

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	411	392	538	663
折旧和摊销	183	150	174	188
营运资金变动	66	69	35	-7
经营活动现金流	588	564	679	759
资本开支	-62	-143	-154	-150
投资	-838	-22	-46	-60
投资活动现金流	-880	-127	-151	-154
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-37	-65	-30	-35
筹资活动现金流	-410	-168	-171	-193
现金净流量	-702	269	357	411

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001