

300783.SZ

增持

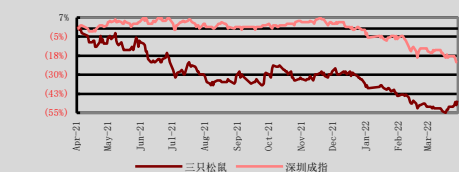
原评级: 买入

市场价格: 人民币 29.27

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 三只松鼠年报及一季报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.4)	3.8	(21.1)	(51.9)
相对深证成指	(1.1)	14.1	0.1	(29.6)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	11,737
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
章燎源	40

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年4月22日收市价为标准

相关研究报告

《三只松鼠: 盈利能力持续提升, 业绩符合预期》20211021

《三只松鼠: 发力线下分销, 力争5年再造百亿规模》20211020

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 休闲食品

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

三只松鼠

2021年平稳收官, 疫情影响下1Q22业绩承压

事件: 公司披露2021年年报和2022年一季报。(1) 2021年公司实现营业收入97.7亿元, 同比-0.2%; 归母净利润4.1亿元, 同比+36.4%, 扣非归母净利润3.2亿元, 同比+30.7%。4Q21营收同比+5.4%, 归母净利润亏损0.31亿元。(2) 2022年1季度公司实现营业收入30.9亿元, 同比-15.9%; 归母净利润1.6亿元, 同比-48.8%; 扣非归母净利润1.2亿元, 同比-57.4%。

支撑评级的要点

- **2021年平稳收官, 重点品类表现较好。**(1) 2021年公司在转型期坚持利润产出为导向, 通过全渠道成本管控和供应链效率提升的方式, 全年归母净利润实现同比增长36.4%。下半年公司围绕主品牌坚果心智打造进行了过亿的费用投入(4Q21销售费用同比+129%), 影响了短期利润, 4Q21归母净利润亏损0.31亿元。(2) **品类结构调整, 重点品类表现较好。**2021年, 公司在产品策略上聚焦坚果, 坚果品类营收超过50亿元, 同比+4.3%, 毛利率同比+6.9pct, 产品结构调整达到预期。此外, 小鹿蓝蓝销售额突破5.5亿元, 实现接近10倍增长, 下半年亏损逐渐收窄。
- **疫情反弹叠加线上竞争加剧, 1Q22增长承压。**1Q22公司营收、归母净利润同比分别-15.9%和-48.8%。(1) 收入端, 2022年春节前移, 年货节销售受到季节性因素影响。线上渠道流量去中心化趋势延续, 流量成本增加叠加疫情带来的阶段性物流停运使得线上销售出现下滑。线下渠道, 公司调整分销策略, 同时部分门店受到疫情影响, 收入增长承压。(2) 利润端, 在高基数、原材料价格上涨、广告费用投放增加以及股份支付费用增加的影响下, 1季度利润出现了较大幅度的下滑。
- **展望: 短期扰动因素仍在, 转型期阵痛难以避免, 多措并举助力实现成功转型。**(1) **短期疫情影响和成本压力仍在。**3月份以来, 疫情快速反弹对公司销售造成冲击, 我们预计2季度疫情影响仍将存在。此外, 原材料价格仍居高位, 我们认为公司有望继续通过成本控制和供应链提效应对成本压力。(2) **转型期阵痛难以避免, 公司多措并举积极应对挑战。**2022年, 公司明确了未来十年“聚焦坚果产业, 打造多品牌模式, 逐步向健康化、数字化、全球化迈进”的战略新方向。经营策略方面, 公司将持续推进聚焦坚果战略、加速推进线下分销布局、推动子品牌快速成长、推动组织升级, 力争顺利实现转型。我们认为, 公司正处在转型关键时期, 短期阵痛难以避免, 但公司转型思路清晰、决心坚定, 有望通过转型顺利迈入高质量发展道路, 看好公司长期发展前景。

估值

- 根据年报, 我们调整此前盈利预测, 预计22-24年EPS为0.75、0.92、1.10元, 同比-26.4%、+21.9%、+19.5%。我们看好公司长期发展前景, 考虑到转型期所面临的短期业绩波动, 调整至**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 新品推广、渠道拓展不及预期, 原材料成本波动, 食品安全问题。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	9,794	9,770	9,657	10,209	10,945
变动(%)	(4)	(0)	(1)	6	7
净利润(人民币 百万)	301	411	303	369	441
全面摊薄每股收益(人民币)	0.751	1.025	0.754	0.920	1.099
变动(%)	26.2	36.4	(26.4)	21.9	19.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.489	1.868	-
调整幅度(%)	-	-	(49.3)	(50.8)	-
全面摊薄市盈率(倍)	39.0	28.6	38.8	31.8	26.6
价格/每股现金流量(倍)	9.8	19.9	8.0	75.9	15.5
每股现金流量(人民币)	2.99	1.47	3.65	0.39	1.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.5	23.5	30.9	24.3	20.1
每股股息(人民币)	0.250	0.244	0.998	1.247	1.496
股息率(%)	0.9	0.8	3.4	4.3	5.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 三只松鼠 2021 年年报数据

(人民币, 百万元)	4Q20	4Q21	同比 (%)	2020	2021	同比 (%)
营业收入	2,563	2,700	5.4	9,794	9,770	(0.2)
营业成本	2,177	2,000	(8.1)	7,454	6,899	(7.4)
毛利率(%)	15.1	25.9	10.8 pct	23.9	29.4	5.5 pct
毛利	386	700	81.2	2,340	2,871	22.7
税金及附加	8	7	(14.9)	33	47	43.4
销售费用	265	606	128.9	1,712	2,072	21.0
管理费用	52	109	109.1	221	283	28.1
研发费用	17	17	0.6	53	58	9.6
财务费用	(0)	(1)	-	(10)	10	-
资产减值损失	(1)	(3)	-	(2)	(4)	128.3
公允价值变动收益	0	1	-	0	1	-
投资收益	10	15	50.2	23	56	140.5
营业利润	42	(46)	(207.8)	392	468	19.4
营业利润率(%)	1.7	(1.7)	(3.3) pct	4.0	4.8	0.8 pct
营业外收入	6	5	(9.0)	16	88	460.0
营业外支出	1	2	213.6	7	12	69.9
利润总额	47	(42)	(189.3)	401	543	35.6
所得税	10	(11)	(207.9)	99	132	33.2
所得税率(%)	32.0	18.5	(13.5) pct	27	32	5.2 pct
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	37	(31)	(184.0)	301	411	36.4
净利率(%)	1.4	(1.2)	(2.6) pct	3.1	4.2	1.1 pct
EPS(元/股)	0.09	(0.08)	(184.0)	0.75	1.03	36.4

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 三只松鼠 2022 年一季报数据

(人民币, 百万元)	1Q21	1Q22	同比 (%)
营业收入	3,671	3,089	(15.9)
营业成本	2,518	2,176	(13.6)
毛利率(%)	31.4	29.6	(1.8) pct
毛利	1,152	913	(20.8)
税金及附加	31	20	(37.0)
销售费用	669	683	2.1
管理费用	62	53	(14.8)
研发费用	14	12	(15.5)
财务费用	6	0	(94.0)
资产减值损失	(1)	(0)	-
公允价值变动收益	0	0	-
投资收益	12	14	9.3
营业利润	386	200	(48.1)
营业利润率(%)	10.5	6.5	(4.0) pct
营业外收入	40.8	17.2	(57.8)
营业外支出	4.0	2.0	(51.0)
利润总额	423	216	(49.0)
所得税	108	54	(49.9)
所得税率(%)	29	29	0.1 pct
少数股东权益	0	0	-
归属于母公司净利润	315	161	(48.7)
净利率(%)	8.6	5.2	(3.4) pct
EPS(元/股)	0.79	0.40	(48.7)

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	9,794	9,770	9,657	10,209	10,945
销售成本	7,454	6,899	6,743	7,062	7,510
经营费用	2,019	2,460	2,622	2,743	2,921
息税折旧前利润	398	498	380	483	585
折旧及摊销	77	88	87	79	71
经营利润(息税前利润)	321	411	292	404	514
净利息收入/(费用)	8	4	0	0	0
其他收益/(损失)	17	52	54	56	58
税前利润	401	543	398	485	580
所得税	99	132	96	116	139
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	301	411	303	369	441
核心净利润	301	411	303	369	441
每股收益(人民币)	0.751	1.025	0.754	0.920	1.099
核心每股收益(人民币)	0.751	1.025	0.754	0.920	1.099
每股股息(人民币)	0.250	0.244	0.998	1.247	1.496
收入增长(%)	(4)	(0)	(1)	6	7
息税前利润增长(%)	27	28	(29)	38	27
息税折旧前利润增长(%)	29	25	(24)	27	21
每股收益增长(%)	26	36	(26)	22	19
核心每股收益增长(%)	26	36	(26)	22	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	401	543	398	485	580
折旧与摊销	77	88	87	79	71
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	380	(237)	320	(132)	391
税金	(121)	(182)	(96)	(116)	(139)
其他经营现金流	(6)	79	756	(162)	(144)
经营活动产生的现金流	1,199	588	1,465	155	759
购买固定资产净值	(325)	(65)	(13)	(3)	(1)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,411)	(8,787)	(25)	(27)	(30)
投资活动产生的现金流	(780)	(880)	(38)	(30)	(31)
净增权益	3	2	29	29	30
净增债务	(168)	(37)	57	25	33
支付股息	(103)	(102)	(98)	(400)	(500)
其他融资现金流	(5)	(274)	6	7	8
融资活动产生的现金流	(272)	(410)	(6)	(339)	(429)
现金变动	142	(694)	1,421	(214)	299
期初现金	970	1,112	418	1,839	1,625
公司自由现金流	839	372	613	248	847
权益自由现金流	680	634	689	289	900

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,112	418	1,839	1,625	1,925
应收帐款	226	197	281	204	308
库存	1,389	1,672	1,630	1,789	1,760
其他流动资产	689	1,614	841	1,036	1,164
流动资产总计	3,416	3,901	4,591	4,654	5,156
固定资产	724	771	715	630	553
无形资产	114	112	94	102	109
其他长期资产	147	248	273	301	331
长期资产总计	985	1,131	1,082	1,033	993
总资产	4,401	5,033	5,674	5,687	6,149
应付帐款	1,769	1,784	2,129	2,112	2,562
短期债务	0	300	330	363	399
其他流动负债	247	356	356	356	356
流动负债总计	2,016	2,440	2,814	2,830	3,317
长期借款	229	199	226	218	214
其他长期负债	59	136	143	150	157
股本	401	401	401	401	401
储备	1,695	1,857	2,090	2,088	2,059
股东权益	2,096	2,258	2,491	2,489	2,460
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,401	5,033	5,674	5,687	6,149
每股帐面价值(人民币)	5.23	5.63	6.21	6.21	6.13
每股有形资产(人民币)	7.91	7.08	9.85	9.84	10.61
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.1	5.1	3.9	4.7	5.3
息税前利润率(%)	3.3	4.2	3.0	4.0	4.7
税前利润率(%)	4.1	5.6	4.1	4.8	5.3
净利率(%)	3.1	4.2	3.1	3.6	4.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	39.0	28.6	38.8	31.8	26.6
核心业务市盈率(倍)	39.0	28.6	38.8	31.8	26.6
市净率(倍)	5.6	5.2	4.7	4.7	4.8
价格/现金流(倍)	9.8	19.9	8.0	75.9	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.5	23.5	30.9	24.3	20.1
周转率					
存货周转天数	72.1	57.2	62.4	61.1	59.2
应收帐款周转天数	9.1	7.9	9.0	8.7	8.5
应付帐款周转天数	79.8	66.4	73.9	75.8	77.9
回报率					
股息支付率(%)	33.3	23.8	132.2	135.6	136.2
净资产收益率(%)	15.1	18.9	12.7	14.8	17.8
资产收益率(%)	5.9	7.4	4.6	6.1	7.4
已运用资本收益率(%)	14.3	16.3	10.1	13.2	16.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371