

战略调整业绩承压，布局坚果工厂

三只松鼠 (300783)

事件

公司发布 2022 年中报

2022 年上半年公司实现营收 41.14 亿元，同比下降 21.80%；归母净利润 8213.43 万元，同比下降 76.65%。Q2 单季营收 10.25 亿元、同比-35.54%，归母净利润-0.79 亿元、同比-315.66%。

简评

转型期线上下滑，线下新分销持续布局。（1）分渠道来看，线上第三方电商平台营业收入 30.13 亿元，占总营收的 73.25%，其中天猫/京东系各自营收 11.97/11.19 亿元，同比-25.56%/-21.64%。线下渠道，投食店实现营业收入 3.39 亿元，同比-41%，140 家变为 85 家，联盟店实现营业收入 2.98 亿元，同比-18%，925 家变为 780 家。新分销实现营业收入 4.32 亿元，同比-32%。营收下滑主要因：（1）线上平台流量下滑，人群持续分化；聚焦坚果后 SKU 缩减；疫情导致部分物流仓库发货受限，影响电商整体营收；（2）基于外部竞争和自身定位变化，公司关闭不符合长期发展的门店；（3）推动渠道变革，全面推动批发业务归口整合及线下市场秩序规范，为进入县域下沉市场及传统售点渠道做好前置保障；（4）分销渠道于报告期内以市场布局和新业务培育为主，目前已顺利完成线下专供款产品升级、全国重点批市及地市、县域经销商开发、散称零食专柜试销启动，上半年处于开发和培育期，规模效应尚未显现。

成本上升影响毛利率，费用率上升影响净利率。H1 毛利率为 27.86%，同比-3.27pcts。销售费用率+23.15%，同比+2.1pcts，管理费用率+3.21%，同比+0.98pcts，归母净利率+2%，同比-4.69pcts。利润变动原因：（1）部分原材料价格、运费上涨，影响毛利率；（2）对辐射疫情区域仓库的滞留产品进行处置；（3）为夯实坚果心智，投入超亿元品牌推广费用，较大程度影响当期利润；（4）关闭部分门店带来押金折损及装修摊销、拆铺等费用；（5）2021 年事业合伙人持股计划及限制性股票激励计划于报告期内列支股份支付费用超 3,000 万元。

维持
增持
安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

19901604634

SAC 执证编号：S1440521120003

发布日期：2022 年 08 月 21 日

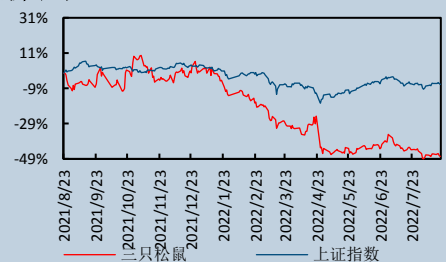
当前股价：20.21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-9.29/-7.88	-8.94/-12.49	-47.35/-42.41
12 月最高/最低价 (元)	43.63/19.45		
总股本 (万股)	40,100.0		
流通 A 股 (万股)	22,697.6		
总市值 (亿元)	81.04		
流通市值 (亿元)	45.87		
近 3 月日均成交量 (万股)	388.6		
主要股东			
章燎源	39.97%		

股价表现



相关研究报告

22.04.27	【中信建投休闲食品】三只松鼠 (300783):战略调整业绩承压，线下分销成为增长点
21.10.21	【中信建投食品饮料】三只松鼠 (300783):百亿分销目标，开启中度分销

子品牌小鹿蓝蓝快速发展，建设坚果工厂延伸产业链。小鹿蓝蓝自上线以来持续增长，位居全网宝宝零食类目第一。打造香香米饼、鳕鱼肠、冻干奶酪块等 10 余款年销千万元的宝宝零食细分类目 TOP1 大单品，实现营收 2.61 亿元。首座每日坚果工厂于 2022 年 4 月开工建设，采用 30 万级洁净车间，36 套全自动化生产产线设备，打造行业内高标准每日坚果生产工厂，产品下线可直发消费者，是集生产与发货一体化的综合工厂。目前，每日坚果工厂首批规划的两条产线已于 2022 年 7 月进入试运营，并于 8 月正式投产。

根据上半年中报情况，我们下调 2022 年营收和利润预期，预计 2022-2024 年，公司营收分别为 83.05/91.35/95.92 亿元，同比-15%/10%/5%，净利润分别为 1.42/3.51/3.97 亿元，同比-65%/147%/13%，对应 PE 分别为 57/23/20 倍。维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动，食品质量控制，坚果行业竞争加剧

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,794	9,770	8,305	9,135	9,592
增长率(%)	-3.7	-0.2	-15.0	10.0	5.0
净利润(百万元)	301	411	142	351	397
增长率(%)	26.2	36.4	-65.4	147.1	13.1
EPS(元/股，摊薄)	0.75	1.03	0.35	0.88	0.99
P/E(倍)	26.9	19.7	57.0	23.1	20.4

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

余璇：中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk