

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
三只松鼠(300783)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

如期完成目标，内生外延并进

2025年1月25日

事件: 公司发布24年的业绩预告, 24年预计实现营收102-108亿元, 同比+43.4%-51.8%, 归母净利润4-4.2亿元, 同比+82.0%-91.1%, 扣非归母3-3.3亿元, 同比+195.3%-224.8%。其中单Q4预计实现营收30.3-36.3亿元, 同比+20%-43%, 归母净利润0.59-0.79亿元, 同比+17%-57%, 扣非归母0.33-0.63亿元, 同比+109%-296%。

点评:

- **高端性价比战略成效显著, 收入利润中枢略超预期。** 高端性价比战略牵引下, 公司24年如期完成百亿收入目标, 子品牌小鹿蓝蓝2024年销售近10亿表现较好, 持续验证战略调整成效。24Q4预告中枢对应的扣非归母利润率为1.5%, 同比+0.8pct, 盈利能力延续提升, 公司内部构建小而美的经营体提升组织效率成效显著。24年公司因实施员工持股计划及股权激励计划, 预计列支股份支付费用3300-3800万元, 实际盈利能力超出预期。
- **年货节稳步推进, 消费氛围一般情况下仍实现较好的表现。** 线下礼盒和分销产品力突出, 完成度我们预计好于目标。线上表现我们预计好于大盘, 今年年货节消费氛围后移明显, 临近春节抖音表现有望提速。综合线上线下, 我们预计公司年货节表现基本符合预期。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 公司坚定“制造型自有品牌零售商”的商业模式, 供应链端提效强化产品竞争力, 25年线下分销有望贡献增量。零售端拟收购爱零食和爱折扣, 抓住零售大变革趋势, 布局社区折扣超市赛道, 空间广阔。我们预计公司24-26年公司EPS为1.02、1.43、1.87元/股, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 坚果等原材料涨价、线上竞争加剧、线下网点扩张不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,293	7,115	10,500	13,055	15,810
增长率 YoY %	-25.4%	-2.4%	47.6%	24.3%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	129	220	410	573	749
增长率 YoY%	-68.5%	69.9%	86.6%	39.6%	30.8%
毛利率%	26.7%	23.3%	23.0%	23.3%	23.4%
净资产收益率ROE%	5.5%	8.7%	14.2%	17.0%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.02	1.43	1.87
市盈率 P/E(倍)	100.53	59.19	31.71	22.72	17.37
市净率 P/B(倍)	5.55	5.17	4.51	3.86	3.23

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年01月24日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,317	4,327	4,716	5,368	6,591
货币资金	171	328	594	757	1,503
应收票据	0	0	4	5	7
应收账款	394	594	729	798	878
预付账款	81	117	404	451	484
存货	1,071	1,388	853	1,057	1,278
其他	1,600	1,901	2,131	2,300	2,440
非流动资产	1,219	1,216	1,574	1,698	1,754
长期股权投资	6	21	26	26	27
固定资产(合计)	522	507	727	826	867
无形资产	109	113	155	180	195
其他	582	574	666	666	665
资产总计	4,536	5,543	6,291	7,066	8,345
流动负债	1,846	2,760	3,147	3,400	3,996
短期借款	50	300	300	300	300
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,063	1,548	1,797	1,891	2,287
其他	732	912	1,051	1,209	1,409
非流动负债	347	269	262	292	322
长期借款	199	125	125	125	125
其他	148	144	137	167	197
负债合计	2,192	3,029	3,409	3,692	4,318
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,344	2,514	2,882	3,374	4,027
负债和股东权益	4,536	5,543	6,291	7,066	8,345

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,293	7,115	10,500	13,055	15,810
同比(%)	-	-2.4%	47.6%	24.3%	21.1%
归属母公司净利润	129	220	410	573	749
同比(%)	-	69.9%	86.6%	39.6%	30.8%
毛利率(%)	26.7%	23.3%	23.0%	23.3%	23.4%
ROE%	5.5%	8.7%	14.2%	17.0%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.02	1.43	1.87
P/E	100.53	59.19	31.71	22.72	17.37
P/B	5.55	5.17	4.51	3.86	3.23
EV/EBITDA	31.45	22.37	19.76	14.68	10.86

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,293	7,115	10,500	13,055	15,810
营业成本	5,343	5,455	8,085	10,013	12,110
营业税金及附加	48	45	58	69	78
销售费用	1,533	1,238	1,628	1,997	2,387
管理费用	283	227	315	379	427
研发费用	38	25	27	33	40
财务费用	8	6	8	1	-2
减值损失合计	-3	-14	2	2	2
投资净收益	56	54	42	59	76
其他	85	120	100	111	119
营业利润	178	278	522	735	966
营业外收支	23	36	25	29	33
利润总额	200	314	547	764	999
所得税	71	94	137	191	250
净利润	129	220	410	573	749
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	129	220	410	573	749
EBITDA	280	334	655	872	1,113
EPS(当年)(元)	0.32	0.55	1.02	1.43	1.87

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	73	334	769	365	883
净利润	129	220	410	573	749
折旧摊销	158	95	100	108	116
财务费用	14	11	16	16	17
投资损失	-56	-56	-54	-42	-59
营运资金变动	-149	80	326	-236	119
其它	-22	-17	-42	-37	-42
投资活动现金流	-185	-280	-405	-136	-53
资本支出	-212	-68	-380	-184	-119
长期投资	3	-265	-35	0	0
其他	24	54	10	49	66
筹资活动现金流	-134	100	-96	-66	-83
吸收投资	0	0	10	0	0
借款	-250	176	0	0	0
支付利息或股息	-93	-67	-66	-96	-113
现金流净增加额	-247	153	266	162	747

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。