

2024年03月26日
三只松鼠(300783.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

休闲食品

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

25.95元

股价(2024-03-25)

20.73元

交易数据

总市值(百万元)

8,312.73

流通市值(百万元)

5,812.35

总股本(百万股)

401.00

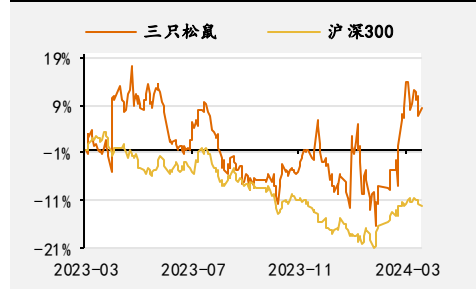
流通股本(百万股)

280.38

12个月价格区间

16.0/22.6元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | 12.7 | 12.0 | 18.1 |
| 绝对收益 | 13.7 | 17.3 | 5.6 |

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

高端性价比效果凸显,全产品全渠道势能向上

事件:

公司发布 2023 年年报, 2023 年实现营收 71.15 亿元, 同比-2.45%, 实现归母净利润 2.20 亿元, 同比+69.85%, 实现扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比+148.72%。

高端性价比牵引全品类全渠道变革, 效果持续兑现

2023 年公司实现营收 71.15 亿元, 同比-2.45%, 折合 23Q4 实现营收 25.32 亿元, 同比+29.18%, 在春节错期背景下依然延续此前高速增长, 营收增速逐季企稳回升, 印证公司聚焦“高端性价比”战略, 优化内部供应链, 赋能全品类全渠道增长的成长势能。分渠道看, 2023 年线上实现营收 49.51 亿元, 同比+3.40%。其中天猫、京东分别实现营收 17.38、11.97 亿元, 分别同比-12.22%、-30.53%, 主流电商平台流量红利见顶, 去中心化趋势明确, 抖音实现营收 12.04 亿元, 同比+118.51%, 公司把握直播电商快速崛起趋势, 形成“抖+N”全渠道协同体系。线下实现营收 21.63 亿元, 同比-13.63%, 主因传统店型精简调整, 全面转向契合性价比消费趋势的“国民零食店”, 23 年传统店型实现营收 2.66 亿元, 同比缩量 6.78 亿元, 国民零食店实现营收 0.92 亿元, 23H2 扩店至 149 家, 以性价比属性拓展社区消费场景, 未来成长可期, 分销业务实现营收 16.41 亿元, 在春节错期背景下依然实现 11.33% 增长。分产品看, 坚果品类营收占比 53.59%, 公司本身具备坚果品牌心智, 当前纵深坚果供应链持续积累品类优势, 综合品类营收同比+24.92%, 领跑所有品类, 预计与公司在“高端性价比”牵引下加速上新相关, 2023 年 3 月以来三只松鼠累计上新超 1000 款 SKU, 小鹿蓝蓝上新超 200 款 SKU。

战略调整效果显著, 利润率重回提升通道

2023 年公司实现归母净利润 2.20 亿元, 同比+70.30%, 折合 23Q4 实现营收 25.32 亿元, 同比+41.07%, 利润落在业绩预告上限位置。利润实现高速增长, 与公司调整运营战略, 转向品类精细化运营, 精简流量投放相关。2023 年公司整体毛利率 23.33%, 同比-3.41pct, 主因公司转向“高端性价比”, 提供优质低价产品, 终端价格带有所下移, 但公司在供应链全链路提质增效, 深挖供应链利润空间。2023 年销售费用率 17.39%, 同比-3.62pct, 公司以品类运营、性价比等特征契合消费者需求, 缩减流量投放带动费用率缩减, 管理费用率 3.20%, 同比-0.69pct, 来自于内部运营提效。2023 年净利率 3.09%, 同比+1.32pct, 重回净利率提升通道。

相关报告

| | |
|----------------------------------|------------|
| 战略调整效果兑现, 营收增速企稳回升 | 2023-10-25 |
| 三只松鼠(300783.SZ): 电商企稳回升, 零食店发力在即 | 2023-08-29 |
| 零食店启程, 变革迎新局 | 2023-07-16 |
| 战略调整阶段性承压, 切入零食店打开远期成长空间 | 2023-05-03 |

目 内生改革催化势能向上，重回百亿目标可期

公司以“高端性价比”战略为指引，进行“品销合一”组织调整，重构“一品一链”供应链管理新模式，在研发、采购、生产、仓储、物流交付、渠道运营等全链路提质增效，深挖供应链利润空间。**采购端**，公司与国际头部企业及农场、国内产区基地建立直采合作，实现原料端降本。**生产端**，公司由过去全 OEM 模式逐步布局二产，对于核心坚果品类，建立每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大示范工厂，同时与翱兰合作建立手剥巴旦木工厂，纵深坚果供应链，挖掘生产端利润空间的同时进一步保障产品品质。**市场端**，“品销合一”运营模式下，能够快速洞察消费者需求变化，进而引导上游产品研发推新。公司自 2022 年底推行“高端性价比”战略，23H2 实现逆势增长，2024 年货节全渠道实现超 60% 大幅增长，公司当前改革效果逐步兑现，内生改革驱动全渠道势能向上，2024 年重回百亿目标可期。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 40.96%、25.76%、18.68%，净利润增速分别为 57.80%、35.66%、29.88%，看好公司“高端性价比”战略所带动的全品类全渠道增长势能，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.95 元，相当于 2024 年 30X 的动态市盈率。

目 风险提示：渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 7,293.2 | 7,114.6 | 10,028.4 | 12,611.5 | 14,967.8 |
| 净利润 | 129.1 | 219.8 | 346.8 | 470.5 | 611.1 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.55 | 0.86 | 1.17 | 1.52 |
| 每股净资产(元) | 5.84 | 6.27 | 7.03 | 7.91 | 9.19 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 64.4 | 37.8 | 24.0 | 17.7 | 13.6 |
| 市净率(倍) | 3.5 | 3.3 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| 净利润率 | 1.8% | 3.1% | 3.5% | 3.7% | 4.1% |
| 净资产收益率 | 5.5% | 8.7% | 12.3% | 14.8% | 16.6% |
| 股息收益率 | 0.8% | 0.0% | 1.0% | 1.4% | 1.2% |
| ROIC | 5.6% | 9.3% | 14.0% | 19.5% | 25.1% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 7,293.2 | 7,114.6 | 10,028.4 | 12,611.5 | 14,967.8 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 5,342.8 | 5,454.9 | 7,572.8 | 9,480.5 | 11,219.5 | 营业收入增长率 | -25.4% | -2.4% | 41.0% | 25.8% | 18.7% |
| 营业税费 | 47.8 | 45.4 | 59.5 | 79.3 | 92.8 | 营业利润增长率 | -62.1% | 56.7% | 64.9% | 38.5% | 31.6% |
| 销售费用 | 1,532.8 | 1,237.5 | 1,649.7 | 2,059.5 | 2,409.8 | 净利润增长率 | -68.6% | 70.3% | 57.8% | 35.7% | 29.9% |
| 管理费用 | 283.5 | 227.5 | 290.8 | 353.1 | 404.1 | EBITDA 增长率 | -69.1% | 52.4% | 111.5% | 33.1% | 27.7% |
| 研发费用 | 38.4 | 24.9 | 50.1 | 63.1 | 74.8 | EBIT 增长率 | -77.2% | 78.7% | 142.3% | 37.0% | 30.0% |
| 财务费用 | 8.2 | 5.7 | 7.9 | 3.6 | -5.4 | NOPLAT 增长率 | -67.0% | 66.3% | 64.2% | 37.0% | 30.0% |
| 资产减值损失 | -3.2 | -14.3 | -7.2 | -8.2 | -9.9 | 投资资本增长率 | -1.1% | 9.8% | -1.8% | 0.9% | 1.8% |
| 加: 公允价值变动收益 | 0.5 | 0.1 | - | - | - | 净资产增长率 | 3.8% | 7.3% | 12.1% | 12.6% | 16.2% |
| 投资和汇兑收益 | 56.2 | 53.8 | 53.8 | 54.6 | 54.1 | | | | | | |
| 营业利润 | 177.5 | 278.1 | 458.5 | 635.2 | 836.1 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 23.0 | 35.5 | 36.9 | 36.9 | 36.9 | 毛利率 | 26.7% | 23.3% | 24.5% | 24.8% | 25.0% |
| 利润总额 | 200.5 | 313.6 | 495.5 | 672.1 | 873.0 | 营业利润率 | 2.4% | 3.9% | 4.6% | 5.0% | 5.6% |
| 减: 所得税 | 71.4 | 93.8 | 148.6 | 201.6 | 261.9 | 净利润率 | 1.8% | 3.1% | 3.5% | 3.7% | 4.1% |
| 净利润 | 129.1 | 219.8 | 346.8 | 470.5 | 611.1 | EBITDA/营业收入 | 2.2% | 3.5% | 5.2% | 5.5% | 5.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 1.5% | 2.7% | 4.7% | 5.1% | 5.5% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 26 | 26 | 17 | 12 | 9 |
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 流动营业资本周转天数 | 69 | 75 | 57 | 47 | 41 |
| 货币资金 | 171.2 | 327.7 | 802.3 | 1,008.9 | 1,197.4 | 流动资产周转天数 | 178 | 193 | 169 | 163 | 156 |
| 交易性金融资产 | 20.2 | 19.6 | 19.6 | 19.6 | 19.6 | 应收帐款周转天数 | 16 | 26 | 17 | 20 | 21 |
| 应收帐款 | 416.0 | 611.5 | 335.6 | 1,039.0 | 696.6 | 存货周转天数 | 68 | 62 | 64 | 65 | 63 |
| 应收票据 | - | - | 5.9 | 2.4 | 2.5 | 总资产周转天数 | 236 | 255 | 211 | 194 | 181 |
| 预付帐款 | 81.0 | 116.5 | 103.9 | 197.8 | 165.5 | 投资资本周转天数 | 106 | 113 | 83 | 66 | 56 |
| 存货 | 1,071.0 | 1,387.6 | 2,166.0 | 2,363.7 | 2,863.7 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 1,557.6 | 1,864.3 | 1,640.7 | 1,687.5 | 1,730.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 5.5% | 8.7% | 12.3% | 14.8% | 16.6% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 2.8% | 4.0% | 5.6% | 6.4% | 8.0% |
| 长期股权投资 | 6.4 | 21.2 | 21.2 | 21.2 | 21.2 | ROIC | 5.6% | 9.3% | 14.0% | 19.5% | 25.1% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 521.5 | 506.8 | 458.7 | 410.7 | 362.6 | 销售费用率 | 21.0% | 17.4% | 16.5% | 16.3% | 16.1% |
| 在建工程 | 274.9 | 252.4 | 252.4 | 252.4 | 252.4 | 管理费用率 | 3.9% | 3.2% | 2.9% | 2.8% | 2.7% |
| 无形资产 | 109.3 | 113.3 | 106.6 | 99.9 | 93.2 | 研发费用率 | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 其他非流动资产 | 306.7 | 322.0 | 303.3 | 288.8 | 265.1 | 财务费用率 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 资产总额 | 4,535.8 | 5,543.1 | 6,216.4 | 7,392.0 | 7,670.6 | 四费/营业收入 | 25.5% | 21.0% | 19.9% | 19.7% | 19.3% |
| 短期债务 | 50.0 | 300.0 | 387.7 | 405.5 | 91.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1,362.6 | 1,913.9 | 2,218.0 | 3,176.9 | 3,238.0 | 资产负债率 | 48.3% | 54.6% | 54.7% | 57.1% | 51.9% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 93.6% | 120.5% | 120.6% | 132.9% | 108.1% |
| 其他流动负债 | 433.2 | 546.4 | 495.1 | 491.6 | 511.0 | 流动比率 | 1.80 | 1.57 | 1.64 | 1.55 | 1.74 |
| 长期借款 | 199.0 | 125.0 | 154.8 | - | - | 速动比率 | 1.22 | 1.07 | 0.94 | 0.97 | 0.99 |
| 其他非流动负债 | 147.6 | 143.9 | 142.5 | 144.7 | 143.7 | 利息保障倍数 | 13.07 | 33.90 | 59.12 | 175.51 | -154.10 |
| 负债总额 | 2,192.4 | 3,029.2 | 3,398.1 | 4,218.7 | 3,984.6 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | DPS(元) | 0.16 | - | 0.21 | 0.29 | 0.25 |
| 股本 | 401.0 | 401.0 | 401.0 | 401.0 | 401.0 | 分红比率 | 49.8% | 0.0% | 23.8% | 24.5% | 16.1% |
| 留存收益 | 1,952.4 | 2,152.9 | 2,417.3 | 2,772.3 | 3,285.0 | 股息收益率 | 0.8% | 0.0% | 1.0% | 1.4% | 1.2% |
| 股东权益 | 2,343.4 | 2,513.9 | 2,818.3 | 3,173.3 | 3,686.0 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| | | | | | | 净利润 | 129.1 | 219.8 | 346.8 | 470.5 | 611.1 |
| | | | | | | 加: 折旧和摊销 | 76.1 | 68.7 | 54.8 | 54.8 | 54.8 |
| | | | | | | 资产减值准备 | 7.3 | 9.2 | - | - | - |
| | | | | | | 公允价值变动损失 | -0.5 | -0.1 | - | - | - |
| | | | | | | 财务费用 | 13.5 | 10.9 | 7.9 | 3.6 | -5.4 |
| | | | | | | 投资收益 | -56.2 | -53.8 | -53.8 | -54.6 | -54.1 |
| | | | | | | 少数股东损益 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 营运资金的变动 | -313.5 | -174.2 | 5.4 | -60.1 | -71.9 |
| | | | | | | 经营活动产生现金流量 | 73.3 | 334.2 | 361.1 | 414.2 | 534.5 |
| | | | | | | 投资活动产生现金流量 | -185.5 | -279.8 | 53.8 | 54.6 | 54.1 |
| | | | | | | 融资活动产生现金流量 | -134.4 | 99.9 | 59.6 | -262.2 | -400.1 |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS(元) | 0.32 | 0.55 | 0.86 | 1.17 | 1.52 |
| | | | | | | BVPS(元) | 5.84 | 6.27 | 7.03 | 7.91 | 9.19 |
| | | | | | | PE(X) | 64.4 | 37.8 | 24.0 | 17.7 | 13.6 |
| | | | | | | PB(X) | 3.5 | 3.3 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| | | | | | | P/FCF | -59.1 | 37.7 | 16.7 | 27.0 | 31.6 |
| | | | | | | P/S | 1.1 | 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 51.9 | 28.7 | 14.9 | 10.7 | 7.9 |
| | | | | | | CAGR(%) | 53.9% | 40.6% | -5.5% | 53.9% | 40.6% |
| | | | | | | PEG | 1.2 | 0.9 | -4.3 | 0.3 | 0.3 |
| | | | | | | ROIC/WACC | 0.6 | 0.9 | 1.4 | 2.0 | 2.5 |
| | | | | | | REP | 7.1 | 3.2 | 2.4 | 1.6 | 1.2 |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034