

三只松鼠(300783)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

相关研究

高端性价比战略, 供应链重构升级

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

高端性价比, 经营拐点向上

2024年03月26日

事件: 2023年公司实现收入71.15亿元, 同比-2.45%; 归母净利润2.2亿元, 同比+69.85%; 毛利率23.3%, 同比+3.1pct; 扣非归母净利润1亿元, 同比+149%。

点评:

- 在23年年节错峰下, 公司23Q4收入增速(同比+29%)仍保持较快增速, 进一步验证公司性价比战略转型成效。23年全年实现归母净利润2.2亿, 落在此前业绩预告上限。高端性价比战略顺应消费趋势, 23年毛利率有下降, 但扣非归母净利率同比大幅提升, 经营稳定性更强。
- 高端性价比战略成效有三: 1.综合电商逆势增长, 抖音表现强劲。天猫渠道23H2扭转23H1下滑趋势, 同比增速回正; 京东渠道23H2下滑幅度环比显著收窄; 其他线上渠道(含抖音)23H2环比加速。市场担忧线上业务的稳定性和盈利能力, 我们认为公司此轮线上趋势向上为全链路成本的优化带来, 而非纯平台红利, 公司竞争力相比此前更强, 我们预计业务的稳定性和盈利能力有望比此前更强。2.年节错峰下, 23年分销实现同比增长, 其次四款核心坚果品项进入零食很忙门店, 验证坚果品牌心智和性价比战略。三只松鼠坚果品类具备消费心智, 产品性价比策略有望驱动线下分销加速放量。3.公司23年开设社区149家, 对应营收0.92亿元, 年化单店约为247w/家。
- 盈利预测与投资评级: 24年公司提出重回百亿目标, 全链路成本优化有支撑。我们认为此次年报表明公司全渠道经营均向上, 高端性价比战略成效显著。往后展望, 公司此轮战略调整顺应行业趋势, 不同于此前, 此次渠道放量背后有全链路成本优化支撑, 24年有望延续经营拐点向上趋势, 实现百亿目标。我们预计24-26年EPS分别为0.86、1.22、1.60元, 维持对公司的“买入”评级。
- 风险因素: 线上竞争加剧、社区零食店优质点位竞争加剧、分销网点扩张不及预期、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 | 10,002 | 13,011 | 16,034 |
| 增长率 YoY % | -25.4% | -2.4% | 40.6% | 30.1% | 23.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 129 | 220 | 346 | 490 | 641 |
| 增长率 YoY% | -68.5% | 69.9% | 57.5% | 41.4% | 30.9% |
| 毛利率% | 26.7% | 23.3% | 23.2% | 23.0% | 22.8% |
| 净资产收益率ROE% | 5.5% | 8.7% | 12.1% | 15.0% | 16.8% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.32 | 0.55 | 0.86 | 1.22 | 1.60 |
| 市盈率 P/E(倍) | 64.24 | 37.82 | 24.01 | 16.98 | 12.97 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.55 | 3.31 | 2.91 | 2.54 | 2.18 |

资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年3月25日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 3,317 | 4,327 | 4,908 | 5,751 | 7,032 | |
| 货币资金 | 171 | 328 | 736 | 1,086 | 2,167 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 4 | 5 | 7 | |
| 应收账款 | 394 | 594 | 695 | 795 | 891 | |
| 预付账款 | 81 | 117 | 384 | 451 | 495 | |
| 存货 | 1,071 | 1,388 | 960 | 1,113 | 1,031 | |
| 其他 | 1,600 | 1,901 | 2,129 | 2,300 | 2,441 | |
| 非流动资产 | 1,219 | 1,216 | 1,183 | 1,170 | 1,135 | |
| 长期股权投资 | 6 | 21 | 21 | 22 | 22 | |
| 固定资产(合计) | 522 | 507 | 504 | 486 | 453 | |
| 无形资产 | 109 | 113 | 110 | 106 | 103 | |
| 其他 | 582 | 574 | 548 | 556 | 558 | |
| 资产总计 | 4,536 | 5,543 | 6,091 | 6,920 | 8,167 | |
| 流动负债 | 1,846 | 2,760 | 3,042 | 3,432 | 4,103 | |
| 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 | 1,707 | 1,892 | 2,338 | |
| 其他 | 732 | 912 | 1,035 | 1,239 | 1,465 | |
| 非流动负债 | 347 | 269 | 190 | 220 | 250 | |
| 长期借款 | 199 | 125 | 51 | 51 | 51 | |
| 其他 | 148 | 144 | 139 | 169 | 199 | |
| 负债合计 | 2,192 | 3,029 | 3,232 | 3,652 | 4,353 | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司股东权益 | 2,344 | 2,514 | 2,859 | 3,269 | 3,813 | |
| 负债和股东权益 | 4,536 | 5,543 | 6,091 | 6,920 | 8,167 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 7,293 | 7,115 | 10,00 | 13,01 | 16,03 | |
| 同比(%) | -25.4 | -2.4% | 40.6% | 30.1% | 23.2% | |
| 归属母公司净利润 | 129 | 220 | 346 | 490 | 641 | |
| 同比(%) | -68.5 | 69.9% | 57.5% | 41.4% | 30.9% | |
| 毛利率(%) | 26.7% | 23.3% | 23.2% | 23.0% | 22.8% | |
| ROE% | 5.5% | 8.7% | 12.1% | 15.0% | 16.8% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.32 | 0.55 | 0.86 | 1.22 | 1.60 | |
| P/E | 64.24 | 37.82 | 24.01 | 16.98 | 12.97 | |
| P/B | 3.55 | 3.31 | 2.91 | 2.54 | 2.18 | |
| EV/EBITDA | 31.45 | 22.37 | 15.40 | 9.80 | 6.76 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 7,293 | 7,115 | 10,00 | 13,01 | 16,03 | |
| 营业成本 | 5,343 | 5,455 | 7,681 | 10,01 | 12,37 | |
| 营业税金及附加 | 48 | 45 | 62 | 75 | 85 | |
| 销售费用 | 1,533 | 1,238 | 1,680 | 2,134 | 2,581 | |
| 管理费用 | 283 | 227 | 310 | 390 | 457 | |
| 研发费用 | 38 | 25 | 52 | 66 | 80 | |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | -6 | -14 | |
| 减值损失合计 | -3 | -14 | 2 | 2 | 2 | |
| 投资净收益 | 56 | 54 | 75 | 95 | 114 | |
| 其他 | 85 | 120 | 150 | 195 | 241 | |
| 营业利润 | 178 | 278 | 437 | 624 | 822 | |
| 营业外收支 | 23 | 36 | 25 | 29 | 33 | |
| 利润总额 | 200 | 314 | 462 | 653 | 855 | |
| 所得税 | 71 | 94 | 115 | 163 | 214 | |
| 净利润 | 129 | 220 | 346 | 490 | 641 | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司净利 | 129 | 220 | 346 | 490 | 641 | |
| EBITDA | 280 | 334 | 523 | 789 | 989 | |
| EPS(当年)(元) | 0.32 | 0.55 | 0.86 | 1.22 | 1.60 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 73 | 334 | 444 | 403 | 1,109 | |
| 净利润 | 129 | 220 | 346 | 490 | 641 | |
| 折旧摊销 | 158 | 95 | 56 | 142 | 148 | |
| 财务费用 | 14 | 11 | 14 | 13 | 13 | |
| 投资损失 | -56 | -54 | -75 | -95 | -114 | |
| 营运资金变动 | -149 | 80 | 139 | -103 | 471 | |
| 其它 | -22 | -17 | -37 | -44 | -51 | |
| 投资活动现金流 | -185 | -280 | 58 | 10 | 51 | |
| 资本支出 | -212 | -68 | 24 | -74 | -52 | |
| 长期投资 | 3 | -265 | -30 | 0 | 0 | |
| 其他 | 24 | 54 | 65 | 85 | 104 | |
| 筹资活动现金流 | -134 | 100 | -93 | -63 | -80 | |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 967 | 1,630 | -74 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -93 | -67 | -14 | -93 | -110 | |
| 现金流净增加额 | -247 | 153 | 408 | 350 | 1,080 | |

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

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。

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。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

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。

| 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。 | |

评级说明

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。