

研究所:

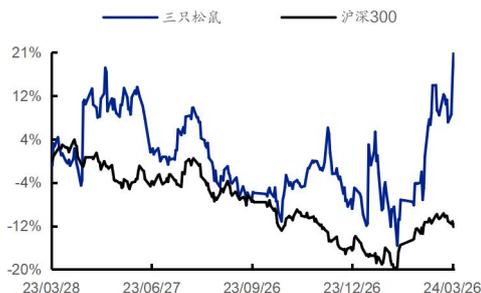
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

改革成效显著, 2024 营收有望重回百亿元

——三只松鼠 (300783) 2023 年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/28

表现	1M	3M	12M
三只松鼠	29.5%	26.4%	20.0%
沪深 300	2.0%	3.1%	-12.0%

市场数据

2024/03/28

当前价格 (元)	22.85
52 周价格区间 (元)	14.68-23.70
总市值 (百万)	9,162.85
流通市值 (百万)	6,388.77
总股本 (万股)	40,100.00
流通股本 (万股)	27,959.60
日均成交额 (百万)	280.51
近一月换手 (%)	3.99

相关报告

《三只松鼠 (300783) 公司动态研究: 破茧成蝶, 打破流量困局, 转型初显成效 (买入) *休闲食品* 刘浩铭, 秦一方》——2024-03-10

《三只松鼠 (300783) 点评报告: 明确“高端性价比”战略, 试水自有品牌零食店 (增持) *休闲食品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-08-04

事件:

2024 年 3 月 25 日, 三只松鼠发布 2023 年年报。2023 年全年实现营业收入 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%。2023 年四季度营业实现营业收入 25.32 亿元, 同比+29.18%; 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比+41.07%; 实现扣非归母净利润 0.16 亿元, 同比+34.95%。

投资要点:

■ **全面拥抱新兴渠道, 调整传统渠道, 下半年收入回暖。**2023 年, 公司积极拥抱行业变化, 推出“高端性价比”总战略, 全力调整渠道结构, 为消费者提供高品质, 更有差异化, 同时价格更加亲民的产品, 初步形成“抖+N”全渠道协同体系。分渠道来看, 2023 年公司线上实现营业收入 49.51 亿元, 同比-3.02%, 其中天猫、京东、抖音分别实现营业收入 17.38、11.97、12.04 亿元, 同比变动-12.22%、-30.53%、+118.51%, 抖音渠道的亮眼增长带动公司 2023 年线上收入的回暖。同时公司积极调整品类结构和损益模型, 带动传统渠道收入回暖, 2023H2 天猫系渠道实现营业收入 8.94 亿元, 同比+14.18%, 重回双位数增长轨道; 京东系渠道实现营业收入 5.38 亿元, 同比-10.93%, 环比 2023H1 降幅大幅缩窄。线下渠道方面, 公司 2023 年线下分销渠道实现营业收入 16.41 亿元, 同比+11.33%, 在 2024 年春节错期的背景下依然录得双位数增长的亮眼表现, 线下门店业务受闭店影响, 下滑幅度较大, 截至 2023 年底, 公司自有品牌社区零食店门店数 149 家, 当前收入贡献较小。

■ **以“一品一链”为核心, 做强一批大单品, 子品牌小鹿蓝蓝表现亮眼。**公司通过短视频电商的内容属性不断打造大单品并赋能全渠道, 在核心品类构建全链条供给体系, 聚焦优选一批零食单品通过一品一链实现总成本领先。当前公司已经成功打造每日坚果、夏威夷果、巴旦木、碧根果、手撕面包、蜀香牛肉等亿级大单品, 并在每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大坚果核心品类实现自主制造。自 2023 年 3 月以来, 公司加速零食全品类产品的上新, 累计上线超 1000 个 SKU, 其中辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠位列抖音对应类目第一。子品牌小鹿蓝蓝表现亮眼, 2023 年实现营业收入 5.88 亿元, 同比+19.76%。小鹿蓝蓝以“儿童高端健康零食”为定位, 历经三年的发展, 已经成为有一定规模且有较强知名度的品牌, 公司将以

全新差异化定位开启核心大单品在全渠道的渗透，未来仍有望实现亮眼表现。

- **费用率的优化带动净利的提升。** 2023 年公司毛利率同比-3.14pct 至 23.33%，我们预计主要由于公司“高端性价比”战略实施后，终端产品售价降低，随着全链路的成本优化，预计毛利率仍有进一步抬升空间。2023 年公司归母净利率同比+1.32pct 至 3.09%，主要由于费用端的优化，2023 年公司销售费用率/管理费用率分别为 17.39%/3.20%，同比-3.63pct/-0.69pct，其中销售费用的下降主要来源于推广及平台服务费（yoy-21%）、职工薪酬（yoy-20%）、租赁折旧费（yoy-57%）的减少；管理费用的下降主要为职工薪酬（yoy-30%）的调整。我们预计随着公司收入规模的回暖，费用端的规模效应有望进一步显现，带动整体净利率的抬升。
- **盈利预测和投资评级：** 三只松鼠战略改革以来，成效显著，2024 年年货节期间各渠道高速增长，实现整体营收同比增长超 60%，其中核心品类“坚果礼”线上市场份额超 35%。后续在“抖+N”协同下，公司通过短视频电商的内容属性打造大单品并赋能全渠道，推动日销品区域化深度分销的打造，加快社区零食店的布局，2024 年规划的总体目标是“重回百亿，在全中做强”。考虑到公司正在积极变革且效果初显，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.88/1.14/1.52 元，对应 PE 分别为 26/20/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 行业竞争加剧；2) 渠道拓展不及预期；3) 成本上行风险；4) 原材料价格波动风险；5) 食品安全事件等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7115	10043	12247	14296
增长率(%)	-2	41	22	17
归母净利润（百万元）	220	353	459	611
增长率(%)	70	61	30	33
摊薄每股收益（元）	0.55	0.88	1.14	1.52
ROE(%)	9	13	16	19
P/E	32.82	25.93	19.97	15.00
P/B	2.88	3.36	3.10	2.81
P/S	1.02	0.91	0.75	0.64
EV/EBITDA	22.37	16.56	12.90	9.82

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三只松鼠盈利预测表

证券代码:	300783				股价:	22.85				投资评级:	买入				日期:	2024/03/28			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	9%	13%	16%	19%	EPS	0.55	0.88	1.14	1.52										
毛利率	23%	23%	23%	23%	BVPS	6.27	6.81	7.38	8.14										
期间费率	21%	20%	19%	19%	估值														
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	32.82	25.93	19.97	15.00										
成长能力					P/B	2.88	3.36	3.10	2.81										
收入增长率	-2%	41%	22%	17%	P/S	1.02	0.91	0.75	0.64										
利润增长率	70%	61%	30%	33%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.41	1.69	1.78	1.80	营业收入	7115	10043	12247	14296										
应收账款周转率	14.40	16.37	16.66	15.66	营业成本	5455	7730	9442	10994										
存货周转率	4.44	4.83	4.68	4.54	营业税金及附加	45	62	77	90										
偿债能力					销售费用	1238	1707	2033	2330										
资产负债率	55%	57%	60%	62%	管理费用	227	281	331	357										
流动比	1.57	1.51	1.45	1.44	财务费用	6	8	8	9										
速动比	0.35	0.31	0.31	0.34	其他费用/(-收入)	25	35	39	46										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	278	467	616	825										
现金及现金等价物	347	371	448	632	营业外净收支	36	44	52	59										
应收款项	594	633	837	988	利润总额	314	511	668	884										
存货净额	1388	1812	2223	2619	所得税费用	94	158	209	273										
其他流动资产	1998	2279	2597	2881	净利润	220	353	459	611										
流动资产合计	4327	5095	6105	7120	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	507	536	561	584	归属于母公司净利润	220	353	459	611										
在建工程	252	260	271	284	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	435	441	444	444	经营活动现金流	334	59	188	320										
长期股权投资	21	29	38	47	净利润	220	353	459	611										
资产总计	5543	6360	7418	8479	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	300	392	479	595	折旧摊销	95	52	58	64										
应付款项	1548	1855	2339	2761	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	80	-230	-190	-191										
其他流动负债	912	1120	1378	1597	投资活动现金流	-280	27	46	70										
流动负债合计	2760	3366	4197	4953	资本支出	-68	-46	-41	-35										
长期借款及应付债券	125	125	125	125	长期投资	-265	-8	-9	-9										
其他长期负债	144	140	138	137	其他	54	80	96	114										
长期负债合计	269	265	263	262	筹资活动现金流	100	-61	-157	-206										
负债合计	3029	3631	4460	5215	债务融资	227	88	86	115										
股本	401	401	401	401	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2514	2729	2958	3264	其它	-127	-149	-243	-321										
负债和股东权益总计	5543	6360	7418	8479	现金净增加额	153	24	77	184										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。