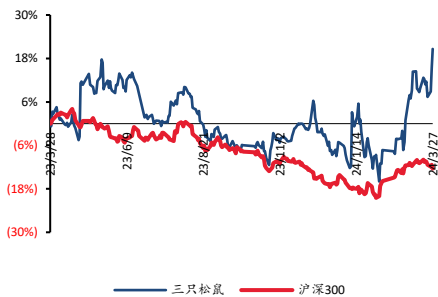


高端性价比战略初见成效，2024年锚定百亿目标

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	4.01/4.01
总市值/流通(亿元)	92.11/92.11
12个月内最高/最低价(元)	23.7/14.68

相关研究报告

<<三只松鼠业绩点评：疫情短期影响已过，关注长期竞争力提升>>--2020-04-09

<<三只松鼠动态跟踪：线下招聘逆势扩张，云端选品扩招供应商>>--2020-03-05

<<三只松鼠动态点评：提价迎接年货季，线下推进展未来>>--2019-12-25

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：三只松鼠发布2023年年报，2023年实现营收71.15亿元，同比-2.45%，归母净利润2.20亿元，同比+69.85%，扣非归母净利润1.02亿元，同比+148.72%，其中2023Q4实现营收25.32亿元，同比+29.18%，归母净利润0.50亿元，同比+39.73%，扣非归母净利润0.16亿元，同比+34.95%，第四季度非经常性损益主要为收到3403万元政府补助。

公司线上线全渠道布局，抖音渠道表现亮眼。2023年公司推出高端性价比战略，下半年成效逐步显现，全年业绩符合预期。分产品看，公司坚果/烘焙/肉制品/果干/综合分别实现营收38.12/10.86/6.00/3.50/10.90亿元，同比-7.18%/-4.28%/-13.86%/+3.48%/+24.92%，综合口径增速亮眼主要系小鹿蓝蓝增长较快和品类矩阵拓宽，自2023年3月以来公司上线超200款新品并取得亮眼成绩；分渠道看，公司线上/线下分别实现营收49.51/21.63亿元，同比+3.40%/-13.63%，其中：1)线上渠道天猫系/京东系/抖音分别实现收入17.38/11.97/12.04亿元，同比-12.22%/-30.53%/+118.51%，抖音渠道自2023年6月以来高速增长，推动公司业绩持续修复；2)线下渠道方面，公司以“高端性价比”为导向，重新构建线下门店体系，开创自有品牌社区零食店，并对线下原有店型进行集中优化，2023年线下分销/原有店型/社区零食店分别实现营收16.41/2.66/0.92亿元，期末公司社区零食店已开设149家，原有店型266家。

毛利率略有下滑，费用率优化推动利润高弹性修复。2023年公司毛利率为23.33%，同比-3.41pct，其中2023Q4公司毛利率为20.77%，同比-3.77pct，主因公司高端性价比战略下终端定价有所调整以及物流费用略有增加；费用端来看，公司2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为17.39%/3.20%/0.35%/0.08%，同比-3.63pct/-0.69pct/-0.18pct/-0.03pct，公司销售费用下降明显主因降低线上投放力度；净利率方面，公司2023年净利率为3.09%，同比+1.32pct，其中2023Q4净利率为1.98%，同比+0.17pct，降费抵消毛利率的下滑叠加政府补助的增量，利润端修复明显。

公司高端性价比战略奏效，今年有望重回百亿。公司坚定“高端性价比”总战略，积极推进供应链全链路优化，实施品类结构与渠道结构双向调整，2023年下半年起收入实现逆势转增，2023Q4在年货节后移背景下，收入端依然增长29%，推动2023年业绩持续修复。展望2024年，公司在产品端以“一品一链”为核心，做强一批大单品，全面进入坚果品类的自主制造环节同时渗透到原料产地设立采购点，实现了全链路成本的优化；在渠道端，公司全力调整渠道结构，搭建“抖+N”的协同经营体系，线下聚焦分销基本盘的改革，构建和稳固一批日销品项，线上以抖音为抓手，牵引大单品以及供应链建设，并通过内容属性为品牌赋能，提升整个渠道的经营水平。公司未来净利率有望随着供应链优化以及组织效率提升而逐步上升。2024年年货节公司坚果礼盒及系列产品持续热销，全渠道销售延续稳定增长趋势，一季度业绩有望超预期，今年百亿目标有望达成。

投资建议：在高端性价比战略牵引下，公司推动供应链变革与运营改善，推动全要素效率提升，目前战略奏效明显，有望持续超预期。预计 2024-2026 年收入增速分别为 42.83%/25.51%/21.78%，归母净利润增速分别为 57.17%/50.68%/25.17%，EPS 分别为 0.86/1.30/1.62 元，对应当前股价 PE 分别为 24x/16x/13x，我们按照 2024 年业绩给予 30 倍，一年目标价 25.8 元。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,115	10,162	12,755	15,532
营业收入增长率(%)	-2.45%	42.83%	25.51%	21.78%
归母净利（百万元）	220	345	521	652
净利润增长率(%)	69.85%	57.17%	50.68%	25.17%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.86	1.30	1.62
市盈率（PE）	32.82	24.06	15.97	12.76

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	171	328	579	1,036	1,538
应收和预付款项	475	711	975	1,099	1,337
存货	1,071	1,388	970	1,204	1,462
其他流动资产	1,600	1,901	2,130	2,349	2,569
流动资产合计	3,317	4,327	4,654	5,687	6,907
长期股权投资	6	21	21	22	22
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	522	507	503	484	441
在建工程	275	252	252	251	264
无形资产开发支出	109	113	110	106	103
长期待摊费用	31	65	75	85	95
其他非流动资产	3,593	4,584	4,906	5,930	7,139
资产总计	4,536	5,543	5,867	6,877	8,064
短期借款	50	300	300	300	300
应付和预收款项	1,063	1,548	1,510	1,872	2,274
长期借款	199	125	125	125	125
其他负债	880	1,056	1,138	1,345	1,574
负债合计	2,192	3,029	3,073	3,643	4,274
股本	401	401	401	401	401
资本公积	469	514	514	514	514
留存收益	1,484	1,639	1,920	2,360	2,915
归母公司股东权益	2,344	2,514	2,794	3,235	3,790
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,344	2,514	2,794	3,235	3,790
负债和股东权益	4,536	5,543	5,867	6,877	8,064

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	73	334	383	574	653
投资性现金流	-185	-280	-71	-40	-39
融资性现金流	-134	100	-60	-77	-111
现金增加额	-247	153	251	457	503

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,293	7,115	10,162	12,755	15,532
营业成本	5,343	5,455	7,764	9,630	11,696
营业税金及附加	48	45	51	64	78
销售费用	1,533	1,238	1,758	2,232	2,718
管理费用	283	227	305	357	435
财务费用	8	6	8	2	-11
资产减值损失	-3	-14	2	2	2
投资收益	56	54	51	64	62
公允价值变动	1	0	0	0	0
营业利润	178	278	436	669	844
其他非经营损益	23	36	25	25	25
利润总额	200	314	461	694	869
所得税	71	94	115	174	217
净利润	129	220	345	521	652
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	129	220	345	521	652

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.74%	23.33%	23.60%	24.50%	24.70%
销售净利率	1.77%	3.09%	3.40%	4.08%	4.19%
销售收入增长率	-25.35%	-2.45%	42.83%	25.51%	21.78%
EBIT 增长率	-70.76%	95.68%	95.97%	48.57%	23.18%
净利润增长率	-68.52%	69.85%	57.17%	50.68%	25.17%
ROE	5.52%	8.74%	12.36%	16.09%	17.19%
ROA	2.85%	3.97%	5.89%	7.57%	8.08%
ROIC	2.92%	5.45%	10.42%	13.62%	14.65%
EPS (X)	0.32	0.55	0.86	1.30	1.62
PE (X)	67.09	32.82	24.06	15.97	12.76
PB (X)	3.67	2.88	2.97	2.57	2.19
PS (X)	1.18	1.02	0.82	0.65	0.54
EV/EBITDA (X)	31.45	22.37	13.87	9.46	7.35

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。