

2024年04月17日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润端延续高增速，转型升级见成效

—三只松鼠（300783.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年03月25日，三只松鼠发布2023年年报。2024年04月16日，三只松鼠发布2024年一季度报。

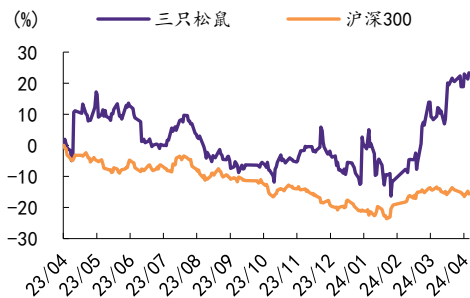
投资要点

基本数据

2024-04-16

当前股价（元）	22.84
总市值（亿元）	92
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
52周价格范围（元）	16-23.59
日均成交额（百万元）	133.75

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 利润端增速亮眼，高端性价比战略逐步深化

2023年总营收71.15亿元（-2%），归母净利润2.20亿元（+70%），利润端增速亮眼，预计主要系运营战略调整、精简费投所致。单季度看，2023Q4/2024Q1总营收分别为25.32/36.46亿元，分别同增29%/92%；2023Q4/2024Q1归母净利润分别为0.50/3.08亿元，分别同增40%/61%，营收/利润增幅边际提升。公司实施“高端性价比”战略，短期需在产品定价上做出让步，因此在一定程度上拉低毛利率水平，公司2023年/2024Q1的毛利率分别为23.33%/27.40%，分别同减3pcts/1pct，预计未来毛利率仍有下探空间，但公司通过“一品一链”/广宣投入结构调整/“品销协同”带动运营效率提升，2023年/2024Q1销售费率分别为17.39%/16.26%，分别同比-4pcts/+1pct；2023年/2024Q1管理费率分别为3.20%/1.33%，分别同减0.7pct/2pcts。综合来看，公司2023年/2024Q1的净利率分别为3.09%/8.46%，分别同比+1pct/-2pcts，公司预期短期控制净利率稳定在3%-3.5%区间，随着全渠道布局完善/竞争格局优化，预计公司中期净利率将保持在5%上下。

■ 强化坚果自产优势，“抖+N”渠道协同可期

分产品看，2023年坚果/烘焙/肉制品/果干/综合/其他的营收分别为38.12/10.86/6.00/3.50/10.90/1.77亿元，分别同比-7%/-4%/-14%/+3%/+25%/+22%，公司针对坚果产品强化全品类布局/扩大自产比例/优化全链条成本，焕新品类经营损益模型；同时，公司通过联合集采/优化交付模式打造零食品类竞争力，产品推新助力综合品类快速增长。分品牌看，2023年三只松鼠/小鹿蓝蓝的营收分别为65.25/5.88亿元，分别同比-4%/+20%，其中小鹿蓝蓝2023Q4扭亏为盈，经营有望持续改善。分销售模式看，2023年线上/线下的营收分别为49.51/21.63亿元，分别同比+3%/-14%，公司以“高端性价比”为导向重构线下门店体系，针对原有店型进行集中优化，截至2023年末，公司社区零食店/原有店型分别为

149/266 家，由于线下分销模式更为适配行业竞争环境，2023 年公司线下分销营收 16.41 亿元（+11%），公司有望借助线下渠道供应链稳定性特质拉平季度业绩波动，实现周期穿越。分线上销售平台看，公司天猫系/京东系/抖音的营收分别为 17.38/11.97/12.04 亿元，分别同比 -12%/-31%/+119%，抖音平台营收增速亮眼，公司利用抖音渠道内容属性强、精准定位与高触达的特点，通过 SKU 优化/打造爆款/加大费投等方式实现渠道扩张与品牌势能建设，而“抖+N”经营体系的构建有望进一步推进公司全渠道协同发展。

盈利预测

我们看好公司高端性价比战略转型，发挥供应链整合能力做强单品，补齐线下渠道短板，2024 年有望实现百亿营收目标。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.87/1.16/1.55 元，当前股价对应 PE 分别为 26/20/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、线上竞争加剧、社区零食店优质点位竞争加剧、食品安全风险、渠道拓展不及预期、大单品开拓不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	7,115	10,136	12,900	15,381
增长率（%）	-2.4%	42.5%	27.3%	19.2%
归母净利润（百万元）	220	349	465	621
增长率（%）	70.3%	58.6%	33.4%	33.5%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.87	1.16	1.55
ROE（%）	8.7%	12.6%	15.1%	17.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	328	485	573	953
应收款	612	778	884	927
存货	1,388	1,478	1,600	1,733
其他流动资产	2,000	2,052	2,222	2,339
流动资产合计	4,327	4,793	5,278	5,952
非流动资产:				
金融类资产	20	25	29	32
固定资产	507	624	643	625
在建工程	252	101	40	16
无形资产	113	108	102	97
长期股权投资	21	21	21	21
其他非流动资产	322	322	322	322
非流动资产合计	1,216	1,176	1,129	1,081
资产总计	5,543	5,969	6,407	7,033
流动负债:				
短期借款	300	400	470	500
应付账款、票据	1,548	1,584	1,600	1,733
其他流动负债	616	616	616	616
流动负债合计	2,760	2,934	3,040	3,229
非流动负债:				
长期借款	125	134	140	142
其他非流动负债	144	144	144	144
非流动负债合计	269	278	284	286
负债合计	3,029	3,212	3,324	3,515
所有者权益				
股本	401	401	401	401
股东权益	2,514	2,758	3,083	3,518
负债和所有者权益	5,543	5,969	6,407	7,033

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	220	349	465	621
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	54	39	47	48
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	60	-230	-357	-132
经营活动现金净流量	334	158	155	537
投资活动现金净流量	-280	29	38	40
筹资活动现金净流量	103	4	-64	-154
现金流量净额	158	192	129	423

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,115	10,136	12,900	15,381
营业成本	5,455	7,650	9,659	11,418
营业税金及附加	45	59	74	86
销售费用	1,238	1,753	2,219	2,630
管理费用	227	314	387	446
财务费用	6	8	9	0
研发费用	25	36	45	54
费用合计	1,496	2,112	2,660	3,130
资产减值损失	-14	1	1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	54	50	45	40
营业利润	278	464	633	857
加:营业外收入	41	35	30	25
减:营业外支出	5	4	3	2
利润总额	314	495	660	880
所得税费用	94	147	195	259
净利润	220	349	465	621
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	220	349	465	621

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-2.4%	42.5%	27.3%	19.2%
归母净利润增长率	70.3%	58.6%	33.4%	33.5%
盈利能力				
毛利率	23.3%	24.5%	25.1%	25.8%
四项费用/营收	21.0%	20.8%	20.6%	20.3%
净利率	3.1%	3.4%	3.6%	4.0%
ROE	8.7%	12.6%	15.1%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	53.8%	51.9%	50.0%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.7	2.0	2.2
应收账款周转率	11.6	13.0	14.6	16.6
存货周转率	3.9	5.2	6.1	6.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.55	0.87	1.16	1.55
P/E	41.7	26.3	19.7	14.8
P/S	1.3	0.9	0.7	0.6
P/B	3.6	3.3	3.0	2.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。