

2024年04月16日
三只松鼠(300783.SZ)

SDIC

成长效果兑现，重回百亿可期

事件：

公司发布2024年一季报，实现营收36.46亿元，同比+91.83%，实现归母净利润3.08亿元，同比+60.80%，实现扣非归母净利润2.63亿元，同比+92.84%，整体成长性突出。

成长性兑现，内部改革驱动全渠道放量

24Q1 公司成长性的兑现，表层来自于年货节旺季备货与性价比消费趋势的放量，本质来源于内部“一品一链”体系改革，以品类为主线串联采购、生产、代工、运营、渠道等全产业链路，在各环节提质增效，实现终端性价比，进而在各个渠道应用。公司渠道端形成“抖+N”的全渠道协同体系，抖音构建达人矩阵+自播垂类运营，在年货节礼赠消费带动下，实现爆量式增长，同时抖音作为宣传及种草阵地，流量外溢效果明显。年货节期间天猫平台松鼠礼盒最低下移至50元左右价格带，覆盖更多消费客群，我们预计天猫、京东等传统电商持续实现快速增长。节前分销业务超预期，公司提前停止分销订单，当前覆盖超10万家终端，后续也将进一步拓展日销。

扣非净利率保持稳定，印证性价比战略下利润稳定性

公司实现归母净利润3.08亿元，实现扣非净利润2.63亿元，扣非净利率7.22%，同比+0.04pct保持稳定，印证公司通过供应链优化调整，即使在达成终端性价比后，依然能保障利润率稳定，考虑24Q1推动规模放量投入一定费用支持，整体业绩质量更高。拆解公司经营指标，毛利率-0.87pct主因性价比战略，销售费用率+1.08pct主因年货节费用投放增加，管理费用率-1.86pct主因内部组织提质增效。

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%，公司Q1已验证“高端性价比”战略下全品类全渠道成长势能，“重回百亿”目标落地确定性更为清晰明确，同时组织效率提升、供应链优化预计将稳步推动净利率提升。给予买入-A的投资评级，6个月目标价为28.54元，相当于2024年33X的动态市盈率。

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

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

28.54元

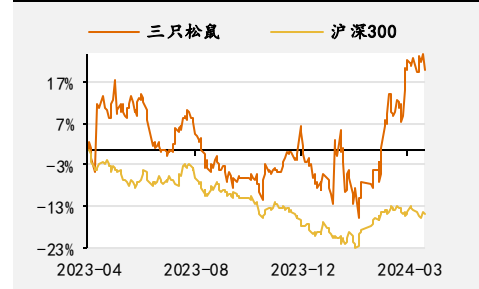
股价(2024-04-16)

22.84元

交易数据

总市值(百万元)	9,158.84
流通市值(百万元)	6,385.97
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	279.60
12个月价格区间	16.0/23.59元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.9	7.3	34.2
绝对收益	9.2	13.6	20.0

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

相关报告

高端性价比效果凸显，全产品全渠道势能向上	2024-03-26
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	2023-05-03

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	71.0	41.7	26.4	19.5	15.0
市净率(倍)	3.9	3.6	3.2	2.9	2.5
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	0.7%	0.0%	0.9%	1.3%	1.1%
ROIC	5.6%	9.3%	14.0%	19.5%	25.1%

零食店打开远期成长空间

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	利润率					
营业利润	177.5	278.1	458.5	635.2	836.1	毛利率	26.7%	23.3%	24.5%	24.8%	25.0%
加:营业外净收支	23.0	35.5	36.9	36.9	36.9	毛利润率	2.4%	3.9%	4.6%	5.0%	5.6%
利润总额	200.5	313.6	495.5	672.1	873.0	营业利润率	1.8%	3.1%	3.5%	3.7%	4.1%
减:所得税	71.4	93.8	148.6	201.6	261.9	净利润率	2.2%	3.5%	5.2%	5.5%	5.9%
净利润	129.1	219.8	346.8	470.5	611.1	EBITDA/营业收入	1.5%	2.7%	4.7%	5.1%	5.5%
						EBIT/营业收入					
						运营效率					
						固定资产周转天数	26	26	17	12	9
						流动营业资本周转天数	69	75	57	47	41
						流动资产周转天数	178	193	169	163	156
						应收帐款周转天数	16	26	17	20	21
						存货周转天数	68	62	64	65	63
						总资产周转天数	236	255	211	194	181
						投资资本周转天数	106	113	83	66	56
						投资回报率					
						ROE	5.5%	8.7%	12.3%	14.8%	16.6%
						ROA	2.8%	4.0%	5.6%	6.4%	8.0%
						ROIC	5.6%	9.3%	14.0%	19.5%	25.1%
						费用率					
						销售费用率	21.0%	17.4%	16.5%	16.3%	16.1%
						管理费用率	3.9%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
						研发费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
						财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
						四费/营业收入	25.5%	21.0%	19.9%	19.7%	19.3%
						偿债能力					
						资产负债率	48.3%	54.6%	54.7%	57.1%	51.9%
						负债权益比	93.6%	120.5%	120.6%	132.9%	108.1%
						流动比率	1.80	1.57	1.64	1.55	1.74
						速动比率	1.22	1.07	0.94	0.97	0.99
						利息保障倍数	13.07	33.90	59.12	175.51	-154.10
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	-	0.21	0.29	0.25
						分红比率	49.8%	0.0%	23.8%	24.5%	16.1%
						股息收益率	0.7%	0.0%	0.9%	1.3%	1.1%

现金流量表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	129.1	219.8	346.8	470.5	611.1	EPS(元)	0.32	0.55	0.86	1.17	1.52
加:折旧和摊销	76.1	68.7	54.8	54.8	54.8	BVPS(元)	5.84	6.27	7.03	7.91	9.19
资产减值准备	7.3	9.2	-	-	-	PE(X)	71.0	41.7	26.4	19.5	15.0
公允价值变动损失	-0.5	-0.1	-	-	-	PB(X)	3.9	3.6	3.2	2.9	2.5
财务费用	13.5	10.9	7.9	3.6	-5.4	P/FCF	-65.1	41.5	18.4	29.8	34.8
投资收益	-56.2	-53.8	-53.8	-54.6	-54.1	P/S	1.3	1.3	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	51.9	28.7	16.6	12.0	8.8
营运资金的变动	-313.5	-174.2	5.4	-60.1	-71.9	CAGR(%)	53.9%	40.6%	-5.5%	53.9%	40.6%
经营活动产生现金流量	73.3	334.2	361.1	414.2	534.5	PEG	1.3	1.0	-4.8	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-185.5	-279.8	53.8	54.6	54.1	ROIC/WACC	0.6	0.9	1.4	2.0	2.5
融资活动产生现金流量	-134.4	99.9	59.6	-262.2	-400.1	REP	7.1	3.2	2.7	1.8	1.3

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