

研究所：

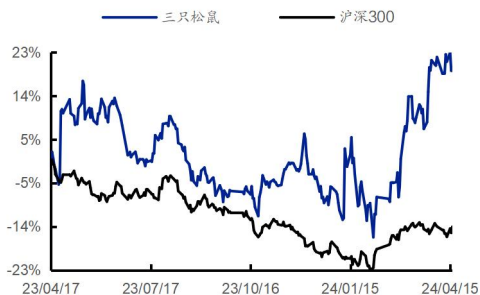
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn

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

一季度业绩高增，改革成效持续验证

——三只松鼠（300783）2024年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/17

表现	1M	3M	12M
三只松鼠	9.3%	19.9%	19.5%
沪深300	-0.1%	10.4%	-14.1%

市场数据

2024/04/17

当前价格(元)	22.85
52周价格区间(元)	14.68-24.50
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)	580.45
近一月换手(%)	3.42

相关报告

《三只松鼠（300783）2023年报点评报告：改革成效显著，2024营收有望重回百亿元（买入）*休闲食品*刘浩铭，秦一方》——2024-03-28

《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4月16日，三只松鼠发布2024年一季度业绩：2024Q1公司实现营收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%。

投资要点：

- “抖+N”战略下全渠道收入高增，业绩持续验证。**公司2024年一季度收入表现亮眼，在历年一季度收入中仅次于2021年的36.71亿元，为全年收入“重回百亿”奠定基调。分渠道来看，以抖音为首的短视频营收和占比大幅提升，据证券日报显示，公司Q1短视频渠道贡献收入超10亿元，渠道占比超27%，公司通过“抖+N”模式带动全渠道销售增长，我们预计公司传统电商渠道、线下分销渠道在年货节期间也有亮眼表现。从产品端看，公司积极把握品类机遇，其中“坚果礼”在年货节期间线上市场份额超35%。从2023年初公司“高端性价比”战略落地以来，营业收入呈现持续改善趋势，从2023年第三季度的止跌到2024年一季度的高增，其中2023Q2~2024Q1公司营业收入分别同比-3.12%/+38.56%/+29.18%/+91.83%，业绩持续验证战略的有效性。
- 毛利率下滑幅度可控，扣非归母净利率稳中有升。**2024Q1公司毛利率同比-0.87pct至27.40%，在终端产品更具性价比的背景下，毛利率仅小幅下滑，核心品类毛利率保持稳定。一季度整体费用率在规模效应下实现优化，其中销售/管理/研发费用率分别为16.26%/1.33%/0.15%，同比+1.08pct/-1.86pct/-0.16pct。销售费用率的提升预计主要系春节错期影响下营销投放费用较多。管理费用降幅较大，主要得益于“品销合一”协同组织有效提升整体管理效率。最终2024Q1公司扣非归母净利率同比+0.04pct至7.22%，盈利能力稳中有升；归母净利率同比-1.63pc至8.46%，主要系政府补助同比减少1564万元。
- 定位“制造型自有品牌零售商”，后续日销品表现可期。**公司以“重回百亿，在全中做强”为2024年整体目标，坚持“高端性价比”为总战略，坚守“全品类、全渠道”经营方式，坚定“制造型自有品牌零售商”的商业模式，以“国民零食、国民好价”为品牌总定位，发挥创新基因优势，不断迈向“让坚果和好零食普及大众”的使命。

展望后续，二、三季度为历史销售淡季，公司通过短视频电商的内容属性打造零食大单品并赋能全渠道，积极推动日销品区域化深度分销，未来非年节的销售收入占比有望提升。

- **盈利预测及投资评级：**目前公司改革进展顺利，在“高端性价比”总战略牵引下，形成“抖+N”的全渠道协同体系。收入端，2024年一季度收入高增为全年收入破百亿的目标奠定良好基础，随着日销品的逐步放量，淡季二三季度收入有望持续爬升，带动全年收入达成既定目标。利润端，2024年一季度毛利率表现稳定，费率不断优化，盈利能力稳中有升，预计全年净利依旧保持较好的增长。我们维持对公司的盈利预测，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:	2024/04/17	
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。