

三只松鼠 (300783.SZ) “高端性价比” 成效持续显著，营收重回百亿可期

2024 年 04 月 19 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）
周佳（分析师）

renlang@kysec.cn

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790523070004

日期	2024/4/18
当前股价(元)	24.63
一年最高最低(元)	25.24/14.68
总市值(亿元)	98.77
流通市值(亿元)	68.86
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.80
近 3 个月换手率(%)	215.88

中小盘研究团队
● “高端性价比” 战略成效显著，2024 年一季度业绩迎开门红

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年全年实现营收 71.15 亿元，同比-2.45%，归母净利润 2.20 亿元，同比+69.85%。2024Q1 实现营收 36.46 亿元，同比+91.83%，归母净利润 3.08 亿元，同比+60.80%。2023 年“高端性价比”战略推进使得公司第三、四季度营收逆势增长，降价使得公司毛利率同比下降 3.41pct，推广费等收紧使得销售费用率同比下降 3.62pct，公司净利润重回正增长。2024Q1 公司延续战略变革成效，实现营收近翻倍增长，同时期间费用率同比-0.97pct 至 17.79%，推动净利润大幅增长。看好战略成效持续兑现，我们上调公司 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.49(+0.64)/4.56(+0.97)/6.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.87(+0.16)/1.14(+0.24)/1.56 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 28.3/21.7/15.8 倍，维持“买入”评级。

● 抖音渠道全年营收翻倍增长，子品牌小鹿蓝蓝年销售额超 5 亿

2023 年，公司以高端性价比为导向，搭建了“全品类+全渠道”的全新可持续增长基本盘。渠道方面，公司初步形成“抖+N”全渠道体系：短视频领域构建“达人分销+自直播+商城”的闭环，抖音营收同比+118.5%至 12 亿元；综合电商领域调整品类结构和损益模型后实现连续两个季度逆势增长；分销领域在构建三节礼品渠道矩阵的同时，逐步渗透日销品的区域分销，覆盖超十万有效优质终端；社区零食店单店模型已初步跑通，截至 2023 年底已有 149 家。产品方面，公司在深耕坚果的同时打造零食大单品：坚果礼线上市场份额遥遥领先，每日坚果、夏威夷果、辣卤礼包、鹌鹑蛋、鳕鱼肠等系列大单品类列抖音对应类目 TOP1，小鹿蓝蓝更是在 2023 年成为一个年销超 5 亿规模并有较强知名度的品牌。

● 以“高端性价比”为核心做强全品类及全渠道，2024 年重回百亿可期

展望 2024 年，公司将坚持“高端性价比”的总战略，通过“一品一链”做强一批大单品，“抖+N”协同做强全渠道，“品销合一”做强新组织；并借助小鹿蓝蓝子品牌不断丰富婴童食品全领域产品线，有望助力公司营收规模重回百亿。

● **风险提示：**线上竞争加剧，门店拓展不及预期，原材料成本上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293	7,115	10,162	12,873	15,634
YOY(%)	-25.4	-2.4	42.8	26.7	21.4
归母净利润(百万元)	129	220	349	456	626
YOY(%)	-68.5	69.9	58.6	30.7	37.3
毛利率(%)	26.7	23.3	23.9	24.3	24.5
净利率(%)	1.8	3.1	3.4	3.5	4.0
ROE(%)	5.5	8.7	12.2	14.0	16.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.55	0.87	1.14	1.56
P/E(倍)	76.3	44.9	28.3	21.7	15.8
P/B(倍)	4.2	3.9	3.5	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《高端性价比战略成效显著，业绩重回高速增长通道—中小盘信息更新》

-2024.1.16

《“高端性价比”战略成效初显，全年业绩增长可期—中小盘信息更新》

-2023.8.31

《2022 年业绩承压明显，2023 年业绩有望恢复增长—中小盘信息更新》

-2023.4.27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3317	4327	3499	4228	4354
现金	171	328	961	1217	1478
应收票据及应收账款	394	594	227	289	337
其他应收款	22	18	39	34	55
预付账款	81	117	166	192	242
存货	1071	1388	223	613	359
其他流动资产	1578	1883	1883	1883	1883
非流动资产	1219	1216	1409	1566	1752
长期投资	6	21	37	53	69
固定资产	522	507	702	871	1033
无形资产	109	113	109	104	100
其他非流动资产	582	574	561	538	550
资产总计	4536	5543	4908	5794	6105
流动负债	1846	2760	1764	2208	1892
短期借款	50	300	741	1017	664
应付票据及应付账款	1063	1548	282	338	382
其他流动负债	732	912	742	853	847
非流动负债	347	269	276	266	254
长期借款	199	125	132	122	110
其他非流动负债	148	144	144	144	144
负债合计	2192	3029	2040	2473	2146
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	469	514	514	514	514
留存收益	1484	1639	1896	2241	2709
归属母公司股东权益	2344	2514	2868	3320	3959
负债和股东权益	4536	5543	4908	5794	6105

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	73	334	406	239	904
净利润	129	220	349	456	626
折旧摊销	76	69	88	109	95
财务费用	8	6	13	32	25
投资损失	-56	-54	-54	-54	-54
营运资金变动	-206	38	11	-304	212
其他经营现金流	122	56	1	0	1
投资活动现金流	-185	-280	-227	-212	-227
资本支出	213	70	265	250	265
长期投资	3	-265	-16	-16	-16
其他投资现金流	24	55	53	54	54
筹资活动现金流	-134	100	-41	-87	-69
短期借款	-250	250	0	0	0
长期借款	0	-74	7	-10	-12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	45	0	0	0
其他筹资现金流	59	-121	-49	-77	-57
现金净增加额	-247	153	137	-60	608

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7293	7115	10162	12873	15634
营业成本	5343	5455	7734	9742	11809
营业税金及附加	48	45	54	74	94
营业费用	1533	1238	1728	2124	2501
管理费用	283	227	305	373	438
研发费用	38	25	51	63	73
财务费用	8	6	13	32	25
资产减值损失	-3	-14	2	0	0
其他收益	82	116	116	116	116
公允价值变动收益	1	0	0	1	0
投资净收益	56	54	54	54	54
资产处置收益	7	-1	-1	-1	-1
营业利润	178	278	450	634	863
营业外收入	28	41	52	40	44
营业外支出	5	5	4	6	6
利润总额	200	314	497	668	901
所得税	71	94	149	212	275
净利润	129	220	349	456	626
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	129	220	349	456	626
EBITDA	288	399	608	822	1037
EPS(元)	0.32	0.55	0.87	1.14	1.56

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-25.4	-2.4	42.8	26.7	21.4
营业利润(%)	-62.1	56.7	61.7	40.9	36.2
归属于母公司净利润(%)	-68.5	69.9	58.6	30.7	37.3
获利能力					
毛利率(%)	26.7	23.3	23.9	24.3	24.5
净利率(%)	1.8	3.1	3.4	3.5	4.0
ROE(%)	5.5	8.7	12.2	14.0	16.2
ROIC(%)	5.6	8.4	12.8	14.9	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	54.6	41.6	42.7	35.1
净负债比率(%)	7.9	12.3	3.1	3.2	-13.4
流动比率	1.8	1.6	2.0	1.9	2.3
速动比率	0.3	0.3	0.7	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.9	2.4	2.6
应收账款周转率	24.9	14.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.2	10.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.55	0.87	1.14	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.83	1.01	0.60	2.25
每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.27	7.14	8.15	9.61
估值比率					
P/E	76.3	44.9	28.3	21.7	15.8
P/B	4.2	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	34.9	25.5	16.4	12.1	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn