

2024年05月07日

# 三只松鼠 (300783.SZ)

## 公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

**增持-B(首次)**

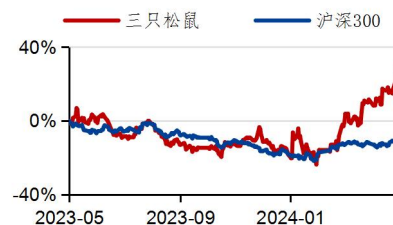
股价(2024-05-06)

26.62 元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,674.62
流通市值(百万元)	7,442.85
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	279.60
12个月价格区间	24.95/16.96

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.24	46.6	35.18
绝对收益	13.76	57.05	26.24

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

### 相关报告

## 高端性价比牵引，重回百亿可期

### 投资要点

◆ **事件:** 三只松鼠发布 2023 年年报和 2024 年一季报。根据公告，2023 年公司实现营业收入 71.15 亿元，同比增长-2.45%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 69.85%，实现扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比增长 148.72%；

23Q4 公司实现营业收入 25.32 亿元，同比增长 29.18%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 39.73%，实现扣非后归母净利润 0.16 亿元，同比增长 34.95%；

24Q1 公司实现营业收入 36.46 亿元，同比增长 91.83%，实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 60.80%，实现扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比增长 92.84%。

2024 年总体目标——重回百亿，在全中做强。

◆ **年报分析:** 高端性价比成效初显，毛利率下滑，费率优化提升盈利

大单品线上领先，抖音渠道表现抢眼。2023 年公司实现营收 71.15 亿元，同比-2.45% (Q1: -38.48%; Q2: -3.12%; Q3: +38.56%; Q4: +29.18%)，高端性价比战略引领下，23H2 业绩逆势快增，合计贡献增量超 10 亿元。分产品看，23 年坚果营收 38.1 亿/同比-7.18%，烘焙 10.9 亿元/ -4.28%，肉制品营 6.0 亿元/ -13.86%，果干 3.5 亿元/ +3.48%，综合 10.9 亿元/ +24.92%，其他 1.8 亿元/+22.32%，坚果礼线上份额遥遥领先（年货节线上份额超 35%），每日坚果、夏威夷果、辣卤礼包、鹤鹑蛋、鳕鱼肠等系列大单品类列抖音对应类目 TOP1。分渠道，线上/线下收入 49.5/21.6 亿元，同比+3.40%/-13.63%，其中天猫系/京东系/抖音同比 -12.22%/-30.53%/+118.51%，短视频电商贡献主要增量，线下分销/社区零食店/原有店型营收 16.41/0.92/2.66 亿元，线下分销同比增长约 11.3%，其中日销品贡献超 30%。

毛利率同比下降，费用优化提升盈利。2023A/Q4 公司毛利率为 23.33%/20.77%，同比-3.41pct/-3.78pct，预计主要源于公司执行高端性价比战略降低终端售价所致，随着后续全链路优化降低成本，毛利率有望保持稳定。2023 年公司销售费用率为 17.39%，同比-3.62pct，主要源于推广费及平台服务费/职工薪酬/租赁费及折旧费的下降，管理费用率为 3.20%，同比-0.69pct，主要源于职工薪酬、折旧及摊销减少。最终 2023 年净利率为 3.09%，同比+1.32pct。

◆ **一季报分析:** 变革成效延续，毛利率稳健，费率管控合理

延续 23 年变革成效，收入利润双双高增。24Q1 公司延续高端性价比战略，通过“一品一链”新供给体系在保证核心品类毛利率稳定的基础上使终端产品更具性价比，并在渠道端持续深化“抖+N”协同、加强分销业务布局，Q1 实现短视频营收、占比大幅提高，带动全渠道销售增长，叠加年货节心智品类礼包全渠道热卖，最终取得 24Q1 营收同比+91.83%、归母净利润同比+60.80%的亮眼业绩。

毛利率相对稳定，管理优化费率可控。24Q1 公司毛利率为 27.40%，同比-0.87pct，基本保持稳定。费用端，24Q1 公司销售费用率为 16.26%，同比+1.08pct，小幅增



长主要源于渠道结构调整，短视频电商销售占比提升拉高整体费率；管理费用率为1.33%，同比-1.86pct，主要受益于高端性价比战略牵引下内外组织结构的优化升级，管理更加精益化；此外，24Q1其他收益+投资净收益合计占收入比例同比-2.09pct；最终净利率为8.46%，同比-1.63pct。高端性价比战略下，依托供应链全链路、全要素成本优化，毛利率有望保持稳定，叠加后续运营及组织管理效率的提升，公司费用有望逐步优化，盈利能力有望稳中有升。

- ◆ **未来展望：2024年总体目标——重回百亿，在全中做强；坚守高端性价比，做强大单品、全渠道。**具体来看，**产品端**，持续夯实坚果主品类，并聚焦优选一批零食大单品实现一品一链，总成本领先的同时做强一批大单品；**渠道端**，坚持“抖+N”协同为核心，通过短视频电商的内容属性不断打造大单品并赋能全渠道，在渠道建设上特别聚焦分销业务逐步推动日销品区域化深度分销的打造以及社区零食店在根据地市场的密度布局；**组织端**，做好品销合一，2024年实现组织全面再造提高运营效率；**品牌端**，做强子品牌小鹿蓝蓝，小鹿蓝蓝经过三年快速发展已成为一个年销超5亿规模且具有较强知名度的品牌，公司将以“儿童高端健康零食”的全新差异化定位开启核心大单品在全渠道矩阵的渗透，并有望开创一个全新品类。
- ◆ **投资建议：**公司坚持全品类全渠道建设，并以高端性价比战略牵引内外部变革，优化供应链打造低价优质大单品，叠加抖音等短视频电商赋能全渠道、线下分销深化助推增长，以及内部组织架构优化升级，业绩有望持续实现快速增长；中长期来看，子品牌小鹿蓝蓝借势差异化定位，有望成为第二增长引擎。预计2024-2026年公司营业收入分别为101.65/123.76/146.08亿元，同比增长42.9%/21.8%/18.0%，归母净利润3.33/4.67/6.07亿元，同比增长51.5%/40.4%/29.8%，对应EPS分别为0.83/1.17/1.51元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293	7,115	10,165	12,376	14,608
YoY(%)	-25.4	-2.4	42.9	21.8	18.0
归母净利润(百万元)	129	220	333	467	607
YoY(%)	-68.6	70.3	51.5	40.4	29.8
毛利率(%)	26.7	23.3	24.1	24.9	25.7
EPS(摊薄/元)	0.32	0.55	0.83	1.17	1.51
ROE(%)	5.5	8.7	11.7	14.4	16.0
P/E(倍)	82.7	48.6	32.1	22.8	17.6
P/B(倍)	4.6	4.2	3.7	3.3	2.8
净利率(%)	1.8	3.1	3.3	3.8	4.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

预计 2024-2026 年公司收入预计同比增长 **42.9%/21.8%/18.0%**，毛利率为 **24.1%/24.9%/25.7%**：

- (1) **线上渠道**：公司以高端性价比为导向，积极构建全品类基本盘和“抖+N”全渠道协同体系，通过发力抖音等短视频渠道加快培育大单品、提高产品品牌势能，赋能其他渠道快速增长。同时综合电商亦积极调整品类结构和损益模型，有望恢复较快增长，预计 2024-2026 年公司天猫系渠道收入同比增长 30%/10%/9%，京东系收入同比增长 35%/8%/7%，其他线上渠道（含抖音）同比增长 60%/35%/25%，合计线上渠道收入同比增长 43.4%/20.9%/16.7%，毛利率为 25.0%/25.5%/26.0%。
- (2) **线下渠道**：公司将进一步聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造，同时积极开拓社区零售店并优化单店模型。预计 2024-2026 年分销渠道收入增速为 50%/25%/20%，社区零售店增速为 40%/50%/40%，其他线下渠道增速为 10%/10%/20%，合计线下渠道收入增速为 41.6%/23.7%/21.0%，毛利率为 22.0%/23.5%/25.0%。

表 1：公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>线上渠道</b>					
营业收入（百万元）	4788.46	4951.24	7101.34	8585.66	10020.27
yoy%	-26.09%	3.40%	43.4%	20.9%	16.7%
毛利率	27.49%	24.47%	25.00%	25.50%	26.00%
其中：					
天猫系	1980	1738	2259.40	2485.34	2709.02
yoy%	-33.02%	-12.22%	30.00%	10.00%	9.00%
京东系	1723	1197	1615.95	1745.23	1867.39
yoy%	-28.45%	-30.53%	35.00%	8.00%	7.00%
其他（含抖音）	1085.46	2016.24	3225.99	4355.09	5443.86
yoy%	-2.66%	85.75%	60.00%	35.00%	25.00%
<b>线下渠道</b>					
营业收入（百万元）	2504.70	2163.33	3063.66	3790.78	4587.57
yoy%	-23.90%	-13.63%	41.6%	23.7%	21.0%
毛利率	25.31%	20.71%	22.00%	23.50%	25.00%
其中：					
分销	1474	1641	2462	3077	3692
yoy%	-8.39%	11.33%	50.00%	25.00%	20.00%
社区零食店		92	129	193	270
yoy%			40.00%	50.00%	40.00%
其他	1031	430	473	521	625
yoy%	-38.73%	-58.25%	10.00%	10.00%	20.00%
<b>公司整体</b>					
营业收入（百万元）	7293.16	7114.58	10165.01	12376.43	14607.84

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
yoy%	-25.35%	-2.45%	42.88%	21.76%	18.03%
毛利率%	26.74%	23.33%	24.1%	24.9%	25.7%

资料来源: wind, 华金证券研究所 (注: 部分数据可能存在小数点计算误差)

## 二、可比公司估值

公司主要从事自有品牌休闲零食的销售, 为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的休闲零食上市公司劲仔食品、盐津铺子、洽洽食品、良品铺子、甘源食品作为可比公司, 进行估值对比。公司坚持全品类全渠道建设, 并以高端性价比战略牵引内外部变革, 优化供应链打造低价优质大单品, 叠加抖音等短视频电商赋能全渠道、线下分销深化助推增长, 以及内部组织架构优化升级, 业绩有望持续实现快速增长; 中长期来看, 子品牌小鹿蓝蓝借势差异化定位, 有望成为第二增长引擎。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE		营业收入 (亿元)		PS	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
002557	洽洽食品	185.71	10.64	12.43	17.45	14.94	77.09	86.01	2.41	2.16
603719	良品铺子	62.72	2.24	2.69	28.01	23.33	88.60	96.59	0.71	0.65
002991	甘源食品	79.26	4.08	5.09	19.41	15.56	24.17	30.00	3.28	2.64
002847	盐津铺子	149.42	6.79	8.73	22.01	17.12	52.74	65.20	2.83	2.29
003000	劲仔食品	68.25	2.98	3.83	22.94	17.81	26.66	33.32	2.56	2.05
平均		-	5.35	6.56	21.97	17.75	53.85	62.22	2.36	1.96
300783	三只松鼠	106.75	3.33	4.67	32.06	22.84	101.65	123.76	1.05	0.86

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 5 月 6 日)

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3317	4327	5615	5847	7193	<b>营业收入</b>	7293	7115	10165	12376	14608
现金	171	328	619	754	1110	营业成本	5343	5455	7716	9296	10856
应收票据及应收账款	394	594	818	901	1128	营业税金及附加	48	45	54	71	88
预付账款	81	117	166	178	228	营业费用	1533	1238	1769	2141	2527
存货	1071	1388	2090	2100	2793	管理费用	283	227	295	347	394
其他流动资产	1600	1901	1922	1914	1935	研发费用	38	25	36	50	58
<b>非流动资产</b>	1219	1216	1409	1526	1667	财务费用	8	6	9	-2	-17
长期投资	6	21	37	53	69	资产减值损失	-7	-9	-13	-17	-18
固定资产	522	507	702	839	966	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	109	113	110	108	105	投资净收益	56	54	55	55	55
其他非流动资产	582	574	561	526	527	<b>营业利润</b>	178	278	431	622	845
<b>资产总计</b>	4536	5543	7024	7372	8860	营业外收入	28	41	43	50	40
<b>流动负债</b>	1846	2760	3910	3873	4827	营业外支出	5	5	7	7	6
短期借款	50	300	485	337	300	<b>利润总额</b>	200	314	467	664	879
应付票据及应付账款	1063	1548	2146	2305	2893	所得税	71	94	134	197	272
其他流动负债	732	912	1279	1231	1635	<b>税后利润</b>	129	220	333	467	607
<b>非流动负债</b>	347	269	267	249	229	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	199	125	123	105	85	<b>归属母公司净利润</b>	129	220	333	467	607
其他非流动负债	148	144	144	144	144	EBITDA	288	399	568	780	964
<b>负债合计</b>	2192	3029	4177	4122	5057	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	401	401	401	401	401	<b>成长能力</b>					
资本公积	469	514	514	514	514	营业收入(%)	-25.4	-2.4	42.9	21.8	18.0
留存收益	1483	1639	1884	2238	2691	营业利润(%)	-62.1	56.7	55.0	44.2	35.8
归属母公司股东权益	2343	2514	2847	3251	3803	归属于母公司净利润(%)	-68.6	70.3	51.5	40.4	29.8
<b>负债和股东权益</b>	4536	5543	7024	7372	8860	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	26.7	23.3	24.1	24.9	25.7
						净利率(%)	1.8	3.1	3.3	3.8	4.2
						ROE(%)	5.5	8.7	11.7	14.4	16.0
						ROIC(%)	4.9	7.3	9.4	12.2	13.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	48.3	54.6	59.5	55.9	57.1
						流动比率	1.8	1.6	1.4	1.5	1.5
						速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8
						应收账款周转率	24.7	14.4	14.4	14.4	14.4
						应付账款周转率	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	82.7	48.6	32.1	22.8	17.6
						P/B	4.6	4.2	3.7	3.3	2.8
						EV/EBITDA	37.9	27.5	19.0	13.5	10.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	73	334	378	526	620
净利润	129	220	333	467	607
折旧摊销	76	69	88	108	91
财务费用	8	6	9	-2	-17
投资损失	-56	-54	-55	-55	-55
营运资金变动	-206	38	6	11	-2
其他经营现金流	122	56	-3	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-185	-280	-223	-166	-174
<b>筹资活动现金流</b>	-134	100	-48	-77	-52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.55	0.83	1.17	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.83	0.94	1.31	1.55
每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.27	7.10	8.11	9.48

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，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。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)