

全品类与全渠道强化，三年两百亿可期

—公司动态跟踪点评

核心观点：

- **事件：**5月29日，公司在上海举行全域生态大会。董事长复盘行业与公司穿越周期要素，再次明确未来三年两百亿目标。两大品类、四大渠道与子品牌小鹿蓝蓝分别提出战略规划。
- **渠道端，“知识”积淀实现线上长青，线下能力打磨将补齐全渠道拼图。**公司形成D+N全渠道经营能力，1) **短视频：**以爆品为导向赋能供应链快反，通过建造品销矩阵组织、供应链工厂与品类品牌强化壁垒。2) **综合电商：**以适配为原则，持续推进核心渠道货盘重塑，24年将在店铺数量、链接点位等完成更强渗透。3) **松鼠线下具备广阔增长空间，公司政策助力拓展。线下分销：**董事长亲自领衔，计划三年打造为最核心渠道之一，将扩充常态化日销品、全品类零食，逐渐从现代渠道转向全渠道。组织模式上，精简为三级扁平化结构，决策前移至省区，以动销为核心，有效激发区域合伙人潜能，铺市终端有望迅速拓展。4) **门店：**社区店型与加盟政策优化。此次推出的五种店型实现差异化的货盘供给，突破市场同质竞争。新加盟政策降低投资门槛与风险，有助于强化合作商信心，加快加盟招商拓展速度。
- **产品端，坚果/零食共同发力百亿目标，货盘/价盘适配渠道。**公司三年两百亿目标明确（含税营收口径），坚果品类与零食均衡发展，其中坚果品类将以坚果为主、果干为辅，零食重回战略重心，通过品类品牌延展心智和边界。打法上从货盘和价格切入，1) **强调品类、渠道与市场平衡，围绕渠道打造适配新品，线下分销新SKU中，同步覆盖公司热销+市场热点品类，包含坚果、果脯、肉类零食等；**新门店均配有现制炒货区域，“百年非遗传承老奶奶花生”等百大“爆品”精准满足客户需求，且依据社区特性入驻不同产品。2) **价格端，**坚果与全球原料合作，零食强单品也将深度参与供应链，实现成本节约与品质提升，全要素合力实现高端性价比，线下分销单价低于市场同类品牌。
- **品销合一+高端性价比构建优势，有望打造为全域协同的生态平台。短期看，**预计24Q2-Q3业绩延续较快增长，主要系：1) 分销渠道终端快速建设，社区门店单店模型优化、展店加速，预计6月30日前开出133家全新店型。2) 短视频红利持续释放，综合电商新渠道有望突破，3) 端午、中秋双节来临，礼盒装或延续年货节景气。**长期看，**公司积极为全渠道适配可运营的全品类产品，多年知识沉淀构筑成为竞争壁垒，三年增长动能充沛。线上优势地位维持，触达能力与布局广度提升显著；线下通过店型差异化、货盘丰富化，渗透新市场，超百亿目标可期。子品牌小鹿蓝蓝已实现扭亏为盈，全新定位为儿童高端健康零食品牌，进入全品类布局阶段，在全渠道协同下有望成为全新增长曲线。成本端，供应链全要素提效有助于实现总成本领先，“高端性价比”战略赋能长远立足。
- **投资建议：**预计公司2024~2026年归母净利润分别为3.5/4.9/6.8亿元，同比+59.3%/39.1%/39.0%，EPS为0.87/1.21/1.69元，对应PE为28/20/14X，考虑到线下拓展节奏存在不确定，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，渠道拓展不及预期的风险，食品安全的风险。

三只松鼠(300783)

谨慎推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

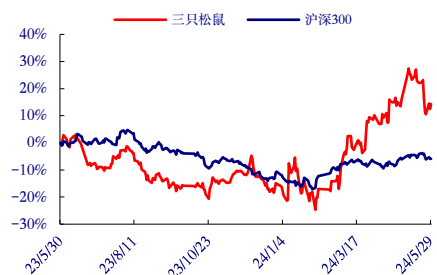
分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2024-05-30

股票代码	300783
A股收盘价(元)	24.41
上证指数	3,091.68
总股本万股	40,100
实际流通A股万股	27,960
流通A股市值(亿元)	68

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评_三只松鼠_发布股权激励方案，锚定三年收入高增

表1: 主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7114.58	10422.85	13595.03	17673.53
收入增长率%	-2.45	46.50	30.43	30.00
净利润(百万元)	219.79	350.12	486.86	676.77
利润增速%	69.85	59.30	39.06	39.01
毛利率%	23.33	24.37	25.21	26.36
摊薄 EPS(元)	0.55	0.87	1.21	1.69
PE	44.32	27.82	20.01	14.39
PB	3.87	3.52	3.12	2.68
PS	1.37	0.93	0.72	0.55

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图1: 创始人章燎原《倔强生长》演讲



资料来源: 食业头条, 2024年三只松鼠全域生态大会, 中国银河证券研究院

图2: 章燎原对零食行业现状解读



资料来源: 食业头条, 2024年三只松鼠全域生态大会, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4327.35	5100.61	6401.73	7653.49	营业收入	7114.58	10422.85	13595.03	17673.53
现金	327.72	535.16	796.17	1146.18	营业成本	5454.93	7882.37	10168.26	13015.37
应收账款	594.04	716.79	1035.04	1280.49	营业税金及附加	45.40	66.71	87.61	113.26
其它应收款	18.30	29.01	36.41	48.26	营业费用	1237.52	1976.17	2565.38	3322.62
预付账款	116.54	143.94	201.46	247.77	管理费用	227.46	208.46	312.69	477.19
存货	1387.64	1792.62	2449.55	3047.70	财务费用	5.68	6.32	7.37	8.27
其他	1883.10	1883.10	1883.10	1883.10	资产减值损失	-14.29	0.82	0.53	0.67
非流动资产	1215.71	1291.57	1426.17	1597.30	公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	21.24	28.77	39.96	49.31	投资净收益	53.80	52.11	67.98	88.37
固定资产	506.75	485.64	465.07	442.61	营业利润	278.13	455.62	651.37	923.06
无形资产	113.31	117.77	121.75	125.97	营业外收入	40.91	52.02	50.00	50.00
其他	574.41	659.40	799.40	979.40	营业外支出	5.41	7.48	5.86	6.25
资产总计	5543.07	6392.18	7827.90	9250.79	利润总额	313.64	500.16	695.52	966.82
流动负债	2760.27	3313.54	4362.40	5247.52	所得税	93.85	150.05	208.65	290.05
短期借款	300.00	300.00	200.00	100.00	净利润	219.79	350.12	486.86	676.77
应付账款	1548.47	1903.25	2670.81	3280.64	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	911.80	1110.29	1491.59	1866.88	归属母公司净利润	219.79	350.12	486.86	676.77
非流动负债	268.93	309.70	339.70	369.70	EBITDA	333.94	603.76	811.09	1094.44
长期借款	125.00	125.00	125.00	125.00	EPS (元)	0.55	0.87	1.21	1.69
其他	143.93	184.70	214.70	244.70					
负债合计	3029.20	3623.24	4702.10	5617.22	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-2.45%	46.50%	30.43%	30.00%
归属母公司股东权益	2513.87	2768.94	3125.80	3633.57	营业利润	56.67%	63.81%	42.96%	41.71%
负债和股东权益	5543.07	6392.18	7827.90	9250.79	归属母公司净利润	69.85%	59.30%	39.06%	39.01%
					毛利率	23.33%	24.37%	25.21%	26.36%
					净利率	3.09%	3.36%	3.58%	3.83%
					ROE	8.74%	12.64%	15.58%	18.63%
					ROIC	5.45%	10.73%	13.70%	16.94%
					资产负债率	54.65%	56.68%	60.07%	60.72%
					净负债比率	9.23%	0.02%	-10.57%	-20.65%
					流动比率	1.57	1.54	1.47	1.46
					速动比率	0.35	0.39	0.43	0.48
					总资产周转率	1.41	1.75	1.91	2.07
					应收帐款周转率	14.40	15.90	15.52	15.27
					应付帐款周转率	4.18	4.57	4.45	4.37
					每股收益	0.55	0.87	1.21	1.69
					每股经营现金	0.83	1.03	1.49	1.88
					每股净资产	6.27	6.91	7.80	9.06
					P/E	44.32	27.82	20.01	14.39
					P/B	3.87	3.52	3.12	2.68
					EV/EBITDA	22.37	16.13	11.60	8.21
					PS	1.37	0.93	0.72	0.55

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，食品饮料行业分析师：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、乳品饮料、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn