

2024年07月17日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全渠道高质增长，组织改革激发活力

—三只松鼠（300783.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年7月16日，三只松鼠发布2024年半年度业绩预告。

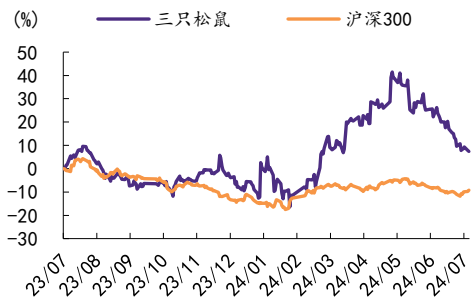
投资要点

基本数据

2024-07-16

当前股价（元）	19.87
总市值（亿元）	80
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
52周价格范围（元）	16-27.08
日均成交额（百万元）	142.43

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《三只松鼠（300783）：双激励彰显信心，坚定高端性价比战略》
2024-05-02
- 《三只松鼠（300783）：利润端延续高增速，转型升级见成效》
2024-04-17

■ 营收高速增长，利润端明显改善

2024H1 公司营收为 50.40-51.00 亿元，同增 74%-76%，主要系“D+N”（短视频+全渠道）全渠道协同的打法进一步夯实，归母净利润 2.86-2.92 亿元，同增 86%-90%，扣非归母净利润 2.25-2.31 亿元，同增 208%-215%，主要系采购端成本优化、供应链效率提升，同时子品牌小鹿蓝蓝通过“儿童高端健康零食”的新定位以及实施“品销合一”组织变革后，实现双位数增长并获得较好盈利所致。其中 2024Q2 公司营收为 13.94-14.54 亿元，同增 40%-46%，归母净利润亏损 0.23-0.16 亿元，2023 年同期为亏损 0.38 亿元，同比减亏，扣非归母净利润亏损 0.38-0.32 亿元，2023 年同期为亏损 0.63 亿元，同比减亏。

■ “抖+N”模型跑通，供应链优化提升盈利

渠道端，公司在短视频端口通过内容化宣传建立品牌势能，“抖+N”模型逐渐跑通，借助抖音平台渠道溢出效应提速综合电商销售；2024Q2 公司内部开展分销规划会，挖掘下沉市场机会，在内部做产品适配与组织调整后正式进行渠道开发，目前公司推出多种店型适配多样化消费场景，挖掘日销品销售空间，实现渠道建设。**供应链端**，公司推进大单品“一品一链”创新升级，成本端口通过规模集采和制造优化挖掘节约空间，毛利率预计稳中有升，后续公司持续加强抖音渠道费投，而通过“品销合一”协同的组织理念实现管理费用优化、组织效率提升，因此在“高端性价比”战略实施下，预计公司仍能保持稳定盈利能力。

■ 盈利预测

公司基于对中国休闲食品行业和“高端性价比”战略长期发展信心，提出“三年营收 200 亿元”发展目标，持续通过 SKU 优化/打造爆款/加大费投等方式实现渠道扩张与品牌势能建设，高端性价比战略与全品类布局有望推动公司持续发展，实现业绩目标，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.89/1.15/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/13 倍，

维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、线上竞争加剧、社区零食店优质点位竞争加剧、食品安全风险、渠道拓展不及预期、大单品开拓不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	7,115	10,136	13,586	17,604
增长率（%）	-2.4%	42.5%	34.0%	29.6%
归母净利润（百万元）	220	355	461	618
增长率（%）	70.3%	61.7%	29.6%	34.1%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.89	1.15	1.54
ROE（%）	8.7%	12.9%	14.9%	17.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	7,115	10,136	13,586	17,604
现金及现金等价物	328	540	550	730	营业成本	5,455	7,650	10,133	13,008
应收款	612	778	931	1,061	营业税金及附加	45	59	77	99
存货	1,388	1,478	1,678	1,975	销售费用	1,238	1,743	2,378	3,098
其他流动资产	2,000	2,052	2,338	2,672	管理费用	227	314	435	581
流动资产合计	4,327	4,848	5,497	6,438	财务费用	6	9	15	14
非流动资产:					研发费用	25	36	48	62
金融类资产	20	25	29	32	费用合计	1,496	2,102	2,874	3,755
固定资产	507	624	643	625	资产减值损失	-14	1	1	-1
在建工程	252	101	40	16	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	113	108	102	97	投资收益	54	50	45	40
长期股权投资	21	21	21	21	营业利润	278	474	626	852
其他非流动资产	322	322	322	322	加:营业外收入	41	35	30	25
非流动资产合计	1,216	1,176	1,129	1,081	减:营业外支出	5	4	3	2
资产总计	5,543	6,024	6,626	7,519	利润总额	314	505	653	875
流动负债:					所得税费用	94	149	193	257
短期借款	300	450	590	690	净利润	220	355	461	618
应付账款、票据	1,548	1,584	1,678	1,975	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	616	616	616	616	归母净利润	220	355	461	618
流动负债合计	2,760	2,984	3,257	3,715					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	125	134	140	142	成长性				
其他非流动负债	144	144	144	144	营业收入增长率	-2.4%	42.5%	34.0%	29.6%
非流动负债合计	269	278	284	286	归母净利润增长率	70.3%	61.7%	29.6%	34.1%
负债合计	3,029	3,262	3,541	4,001	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.3%	24.5%	25.4%	26.1%
股本	401	401	401	401	四项费用/营收	21.0%	20.7%	21.2%	21.3%
股东权益	2,514	2,763	3,085	3,517	净利率	3.1%	3.5%	3.4%	3.5%
负债和所有者权益	5,543	6,024	6,626	7,519	ROE	8.7%	12.9%	14.9%	17.6%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.6%	54.1%	53.4%	53.2%
净利润	220	355	461	618	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.3	1.7	2.1	2.3
折旧摊销	54	39	47	48	应收账款周转率	11.6	13.0	14.6	16.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.9	5.2	6.1	6.6
营运资金变动	60	-230	-502	-400	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	334	165	6	266	EPS	0.55	0.89	1.15	1.54
投资活动现金净流量	-280	29	38	40	P/E	36.3	22.4	17.3	12.9
筹资活动现金净流量	158	52	8	-83	P/S	1.1	0.8	0.6	0.5
现金流量净额	212	246	51	223	P/B	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。