

延续高增长趋势，分销业务稳步推进

2024 年 08 月 29 日

► **事件：**公司发布 24 年半年度业绩，24H1 实现营收 50.75 亿元（预告范围为 50.40~51.00 亿元），同比增长 75.39%；实现归母净利润 2.90 亿元（预告范围为 2.86~2.92 亿元），同比增长 88.57%；实现扣非归母净利润 2.28 亿元（预告范围为 2.25-2.31 亿元），同比增长 211.79%，业绩位于预告区间中值。单 Q2 看，24Q2 公司实现营收 14.29 亿元，同比增长 43.93%；实现归母净利润-0.19 亿元，同比减亏 0.20 亿元；实现扣非归母净利润-0.35 亿元，同比减亏 0.28 亿元。

► **品类渠道齐发力下营收延续高增，分销业务实现超 100%增长。分产品看，**公司 24H1 坚果/烘焙/综合业务分别实现营收 27.60/6.09/9.34 亿元，同比 +16.64%/+51.10%/+9.53%。主要系推进“一品一链”的供应链持续创新升级，让产品更具竞争力；**分渠道看，**24H1 公司线上渠道继续保持高增，整体收入达 40.90 亿元，占总营收的 81%，其中抖音/天猫/京东平台分别实现营收 12.24/10.83/7.93 亿元，yoy+180.73%/+28.32%/+20.33%。“D+N”（短视频+全渠道）全渠道协同的打法进一步夯实，全渠道均实现高质增长。24H1，整体分销业务收入实现 6.69 亿元，同比增长超 100%；针对线下分销及门店业务，全面展开组织与产品适配重塑以储备中长期增长动能，率先聚焦区域经销日销品打造，重点发力炒货及零食品类，打造超百款适配线下场景价格带的日销专供货盘，目前已正式陆续导入终端市场。同时已与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩折扣系统开展合作。在全新战略和理念下，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，24H1 实现双位数增长，目前已连续三个季度实现较好盈利。

► **毛利率改善明显，品效合一管理效率显著提升。**2024H1 公司毛利率 25.85%，同比+0.88pcts，主要系坚果直采带来毛利率改善（坚果品类毛利率同比+1.54pcts）。其中 2024Q2 公司毛利率 21.9%，同比+3.24pcts；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 21.10%/3.53%/0.46%，同比-0.06pcts/-1.73pcts/-0.21pcts；主要系品销合一带来公司内部管理效率提升；综上，24Q2 公司实现归母净利率/扣非净利率-1.30%/-2.43%，同比+2.54pcts/+3.94pcts。

► **投资建议：**看好公司“制造型自有品牌零售商”的商业模式、“高端性价比”总战略、“全品类、全渠道”的经营方式，品类渠道双向调整后改革成效有望持续显现。预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 3.9/6.0/7.9 亿元，同比 +75.3%/54.7%/31.8%。预计公司 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.96/1.49/1.96 元，当前股价对应 P/E 分别为 18/11/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,115	10,638	14,696	18,713
增长率 (%)	-2.4	49.5	38.2	27.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	220	385	596	786
增长率 (%)	69.9	75.3	54.7	31.8
每股收益 (元)	0.55	0.96	1.49	1.96
PE	31	18	11	9
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.94 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1.三只松鼠 (300783.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评：增长势能延续，百亿目标达成可期-2024/07/17

2.三只松鼠 (300783.SZ) 首次覆盖报告：战略转型焕新篇，轻舟已过万重山-2024/05/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,115	10,638	14,696	18,713
营业成本	5,455	8,062	11,092	14,139
营业税金及附加	45	64	88	103
销售费用	1,238	1,851	2,550	3,209
管理费用	227	314	426	533
研发费用	25	53	51	65
EBIT	239	410	656	876
财务费用	6	8	6	4
资产减值损失	-14	-9	-10	-10
投资收益	54	74	109	138
营业利润	278	470	751	1,004
营业外收支	36	44	44	44
利润总额	314	514	795	1,048
所得税	94	128	199	262
净利润	220	385	596	786
归属于母公司净利润	220	385	596	786
EBITDA	334	509	761	987

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	328	846	1,319	1,900
应收账款及票据	594	744	946	1,049
预付款项	117	121	166	212
存货	1,388	1,884	2,609	3,328
其他流动资产	1,901	1,913	1,943	1,960
流动资产合计	4,327	5,507	6,983	8,449
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	507	515	515	515
无形资产	113	113	113	113
非流动资产合计	1,216	1,249	1,286	1,316
资产合计	5,543	6,757	8,269	9,765
短期借款	300	520	520	520
应付账款及票据	1,548	2,016	2,711	3,299
其他流动负债	912	1,155	1,551	1,945
流动负债合计	2,760	3,691	4,782	5,764
长期借款	125	125	125	125
其他长期负债	144	142	142	142
非流动负债合计	269	267	267	267
负债合计	3,029	3,958	5,049	6,031
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,514	2,799	3,220	3,734
负债和股东权益合计	5,543	6,757	8,269	9,765

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.45	49.52	38.15	27.33
EBIT 增长率	95.68	71.64	59.87	33.52
净利润增长率	69.85	75.35	54.73	31.85
盈利能力 (%)				
毛利率	23.33	24.21	24.52	24.44
净利润率	3.09	3.62	4.06	4.20
总资产收益率 ROA	3.97	5.70	7.21	8.05
净资产收益率 ROE	8.74	13.77	18.52	21.05
偿债能力				
流动比率	1.57	1.49	1.46	1.47
速动比率	0.35	0.44	0.49	0.53
现金比率	0.12	0.23	0.28	0.33
资产负债率 (%)	54.65	58.57	61.06	61.76
经营效率				
应收账款周转天数	25.00	22.55	20.55	19.03
存货周转天数	81.13	73.04	72.90	75.58
总资产周转率	1.41	1.73	1.96	2.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.96	1.49	1.96
每股净资产	6.27	6.98	8.03	9.31
每股经营现金流	0.83	1.04	1.61	2.04
每股股利	0.25	0.44	0.68	0.89
估值分析				
PE	31	18	11	9
PB	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	20.26	13.30	8.89	6.86
股息收益率 (%)	1.48	2.59	4.00	5.27

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	220	385	596	786
折旧和摊销	95	98	105	111
营运资金变动	80	39	78	87
经营活动现金流	334	417	644	818
资本开支	-68	-68	-68	-67
投资	-265	0	0	0
投资活动现金流	-280	18	41	71
股权募资	0	0	0	0
债务募资	227	220	0	0
筹资活动现金流	100	82	-212	-308
现金净流量	153	518	473	582

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026