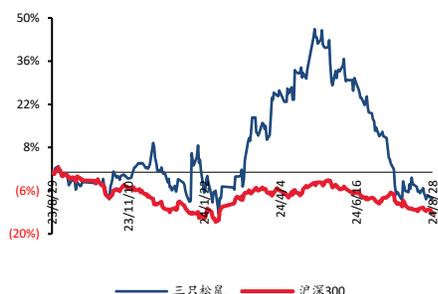


三只松鼠：业绩符合预期，抖音成长红利持续释放

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	4.01/4.01
总市值/流通(亿元)	67.29/67.29
12个月内最高/最低价(元)	27.53/14.68

相关研究报告

<<高端性价比战略持续奏效，一季度开门红助力重回百亿>>—2024-04-17

<<高端性价比战略初见成效，2024年锚定百亿目标>>—2024-03-29

<<三只松鼠业绩点评：疫情短期影响已过，关注长期竞争力提升>>—2020-04-09

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

事件：三只松鼠发布2024年半年报，2024H1公司实现营业收入50.75亿元，同比增长75.39%；净利润为2.90亿元，同比增长88.57%；扣非净利润为2.28亿元，同比增长211.79%。其中2024Q2实现营业收入14.29亿元，同比增长43.93%，净利润为-0.19亿元，同比增长51.21%，扣非净利润为-0.35亿元，同比增长45.02%。

业绩符合预期，抖音成长红利持续释放。2024Q2公司业绩符合预期，落于预告中枢。2024H1公司销量为5.09万吨，同比增长92.94%，吨价为9.96万/吨，高端性价比策略实施后吨价同比下滑9.1%。①分渠道来看，2024H1线上渠道整体实现营收40.9亿元，抖音、天猫、京东分别实现营收12.24/10.83/7.93亿元，同比增长180.73%/28.32%/20.33%。公司推行D+N全渠道运作体系，短视频电商成为新品类发动机，打造出芒果干、水牛乳千层吐司、鹤鹑蛋、辣卤礼包等多款爆品，并且有效带动货架传统电商增长，实现增量近10亿。2024H1线下分销实现6.69亿元，同比增长超100%。上半年开设经销商5场线下经销商共建会，近期对产品体系进行梳理，预估8月调整后的产品将陆续进入线下渠道。截至2024年6月底公司国民零食店开设209家，新增60家，原有店型116家。2024H1国民零食店营业收入1.75亿元，截至6月底国民零食店开设209家，新增60家。原有店型116家，对应收入0.55亿元。②分品类来看，坚果类/烘焙类/综合类收入分别为27.6/6.09/9.34亿元，同比增长67.9%/38.85%/164.82%，毛利率分别同比+1.54/-0.18/+0.17pct。公司产品矩阵持续丰富，今年春节坚果礼盒热销带动坚果基本盘高速增长，同时在坚果建设上游供应链加大直采比例和提高自产比例带动下毛利率实现稳步提升。小鹿蓝蓝升级为“儿童高端健康零食”新定位，打造多个如婴标面、鳕鱼肠、山楂棒、钙锌饮等千万级爆款，并且推出0蔗糖棒棒糖、真虾片、梨汁等百万级高端健康新品，2024H1收入同比增长65.9%至3.85亿元。通过“产销合一”新组织开展精细化运营，连续三个季度实现盈利，上半年盈利端持续改善。

毛利率稳步提升，销售推广费用大幅增加，扣非净利率表现亮眼。2024H1毛利率为25.85%，同比提升0.88pct，毛利率提升来自于坚果上游供应链优化和自产比例提升。销售/管理/研发/财务费用率同比+0.39/-1.95/-0.2/+0.02pct，公司本期加大线下和线上推广力度，推广及平台服务费为6.07亿，同比增长97.76%。管理费率伴随规模效应和降本优化有所改善。2024H1扣非净利率表现亮眼，同比提升3.07pct至4.5%。

投资建议：根据中报情况以及抖音渠道高速成长性的持续验证，我们调整盈利预测。预计2024-2026年收入增速47%/31%/25%，归母净利润增速分别为80%/54%/39%，EPS分别为0.99/1.52/2.11元，对

应 PE 分别为 17x/11x/8x，按照 2024 年业绩给予 22 倍，调整目标价至 21.78 元，上调评级至“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道拓展不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,115	10,462	13,713	17,192
营业收入增长率(%)	-2.45%	47.05%	31.08%	25.37%
归母净利（百万元）	220	395	609	847
净利润增长率(%)	69.85%	79.75%	54.03%	39.19%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.99	1.52	2.11
市盈率（PE）	32.82	17.03	11.06	7.94

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	171	328	610	1,188	1,914
应收和预付款项	475	711	1,002	1,181	1,478
存货	1,071	1,388	994	1,292	1,612
其他流动资产	1,600	1,901	2,131	2,353	2,575
流动资产合计	3,317	4,327	4,736	6,014	7,580
长期股权投资	6	21	21	22	22
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	522	507	503	484	441
在建工程	275	252	252	251	264
无形资产开发支出	109	113	110	106	103
长期待摊费用	31	65	75	85	95
其他非流动资产	3,593	4,584	4,979	6,248	7,803
资产总计	4,536	5,543	5,941	7,195	8,728
短期借款	50	300	300	300	300
应付和预收款项	1,063	1,548	1,546	2,010	2,508
长期借款	199	125	125	125	125
其他负债	880	1,056	1,127	1,389	1,673
负债合计	2,192	3,029	3,098	3,825	4,606
股本	401	401	401	401	401
资本公积	469	514	513	513	513
留存收益	1,484	1,639	1,968	2,497	3,247
归母公司股东权益	2,344	2,514	2,842	3,371	4,121
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,344	2,514	2,842	3,371	4,121
负债和股东权益	4,536	5,543	5,941	7,195	8,728

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	73	334	435	689	868
投资性现金流	-185	-280	-57	-34	-31
融资性现金流	-134	100	-95	-77	-111
现金增加额	-247	153	282	578	726

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,293	7,115	10,462	13,713	17,192
营业成本	5,343	5,455	7,951	10,340	12,898
营业税金及附加	48	45	52	69	86
销售费用	1,533	1,238	1,851	2,403	2,974
管理费用	283	227	262	329	395
财务费用	8	6	8	1	-15
资产减值损失	-3	-14	2	2	2
投资收益	56	54	52	69	69
公允价值变动	1	0	0	0	0
营业利润	178	278	502	786	1,104
其他非经营损益	23	36	25	25	25
利润总额	200	314	527	811	1,129
所得税	71	94	132	203	282
净利润	129	220	395	609	847
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	129	220	395	609	847

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.74%	23.33%	24.00%	24.60%	24.98%
销售净利率	1.77%	3.09%	3.78%	4.44%	4.93%
销售收入增长率	-25.35%	-2.45%	47.05%	31.08%	25.37%
EBIT 增长率	-70.76%	95.68%	123.65%	51.98%	37.11%
净利润增长率	-68.52%	69.85%	79.75%	54.03%	39.19%
ROE	5.52%	8.74%	13.90%	18.05%	20.55%
ROA	2.85%	3.97%	6.65%	8.46%	9.70%
ROIC	2.92%	5.45%	11.83%	15.47%	17.82%
EPS (X)	0.32	0.55	0.99	1.52	2.11
PE (X)	67.09	32.82	17.03	11.06	7.94
PB (X)	3.67	2.88	2.37	2.00	1.63
PS (X)	1.18	1.02	0.64	0.49	0.39
EV/EBITDA (X)	31.45	22.37	10.02	6.44	4.27

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。