

## 线上全局高增，效率提升

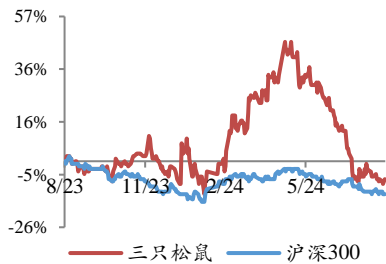
——三只松鼠 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-30

收盘价（元）	16.94
近 12 个月最高/最低（元）	27.53/14.68
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
流通股比例（%）	69.72
总市值（亿元）	68
流通市值（亿元）	47

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：[dengxin@hazq.com](mailto:dengxin@hazq.com)

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 相关报告

1.三只松鼠 24Q2 点评：线上高增，盈利改善 2024-07-18

2.三只松鼠：高端性价比转型可期 2024-06-07

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024H1 业绩：

- **24Q2**：营收 14.29 亿 (+43.93%)，归母净利润-0.19 亿 (+51.21%)，扣非归母净利润-0.35 亿 (+45.02%)。
- **24H1**：营收 50.75 亿 (+75.39%)，归母净利润 2.90 亿 (+88.57%)，扣非归母净利润 2.28 亿 (+211.79%)。
- **Q2 业绩达到预告中枢。**

#### ● 收入：抖音高增带动线上放量

- 分渠道看，公司 24H1 线上/线下营收分别同比增长 80.3%/57.5%，其中 **24Q2 预计线上渠道贡献主要增量**。线上渠道中，据蝉妈妈数据，预计 **24Q2 公司抖音渠道营收同比增长 173%**，月销达 1 亿（含税）；据久谦数据，**24Q2 公司传统电商（天猫+京东）营收预计同比增长超过 25%**。公司“D+N”战略持续见效，带动线上渠道全局高增。线下渠道中，分销业务贡献主要增量，**24H1 分销营收同比增长超过 100%**，主要系招商铺货，H1 净增加经销商 130 家；社区零食店仍处于爬坡阶段，24H1 净开 60 家门店，略慢于公司年初规划（133 家），24H1 平均单店月收入达 16.3 万，低于量贩零食成熟门店。

#### ● 利润：供应链/管理提效催化盈利改善

- 公司 24Q2 毛利率同比提升 3.24pct，至 21.90%。我们预计主要源自坚果源头直采+集约化生产带来的供应链提效。同期，公司销售/管理费用率分别同比-0.06/-1.73pct，主要系公司通过品销合一提高管理效率。综上，公司 24Q2 净利率同比提升 2.54pct，至-1.30%，带动公司减亏。

#### ● 投资建议：维持“买入”

##### ➢ 我们的观点：

- 公司积极拥抱性价比消费潮流，“D+N”战略打法日益成熟，实现全渠道协同发展。供应链提效战略稳步推进，除无为基地外，弋江、武清、简阳基地均提上日程。展望 24H2，公司线下经销招商铺货在确定性价比打法后，预计环比加速；线上渠道虽面临基数提升，但高增势能仍足，百亿目标完成无虞。

**盈利预测：**维持前期盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业收入 104.07/138.91/177.45 亿元，同比+46.3%/+33.5%/+27.7%；实现归母净利润 3.76/5.80/8.60 亿元，同比+71.0%/+54.4%/+48.3%；当前股价对应 PE 分别为 18.08/11.71/7.90 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示:**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7115	10407	13891	17745
收入同比 (%)	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
归属母公司净利润	220	376	580	860
净利润同比 (%)	69.9%	71.0%	54.4%	48.3%
毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
ROE (%)	8.7%	13.8%	19.1%	24.5%
每股收益 (元)	0.55	0.94	1.45	2.15
P/E	32.82	18.08	11.71	7.90
P/B	2.88	2.50	2.24	1.94
EV/EBITDA	22.37	12.94	8.36	5.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 8 月 29 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4327	5567	6975	8669	<b>营业收入</b>	7115	10407	13891	17745
现金	328	283	364	631	营业成本	5455	7974	10592	13455
应收账款	594	869	1160	1482	营业税金及附加	45	62	76	98
其他应收款	18	27	36	46	销售费用	1238	1790	2362	2963
预付账款	117	170	226	287	管理费用	227	312	389	462
存货	1388	2028	2694	3423	财务费用	6	9	10	8
其他流动资产	1883	2189	2495	2801	资产减值损失	-14	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1216	1233	1275	1293	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	54	79	105	134
固定资产	507	548	569	583	<b>营业利润</b>	278	465	738	1111
无形资产	113	108	103	98	营业外收入	41	41	41	41
其他非流动资产	574	556	581	591	营业外支出	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	5543	6800	8250	9963	<b>利润总额</b>	314	501	774	1147
<b>流动负债</b>	2760	3815	4946	6186	所得税	94	125	193	287
短期借款	300	300	300	300	<b>净利润</b>	220	376	580	860
应付账款	1548	2264	3007	3819	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	912	1251	1639	2066	<b>归属母公司净利润</b>	220	376	580	860
<b>非流动负债</b>	269	267	267	267	EBITDA	334	544	832	1206
长期借款	125	125	125	125	EPS (元)	0.55	0.94	1.45	2.15
其他非流动负债	144	142	142	142					
<b>负债合计</b>	3029	4081	5213	6453					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	401	401	401	401					
资本公积	514	513	513	513					
留存收益	1599	1804	2123	2596					
归属母公司股东权益	2514	2718	3037	3510					
<b>负债和股东权益</b>	5543	6800	8250	9963					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	334	110	308	571	<b>成长能力</b>				
净利润	220	376	580	860	营业收入	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
折旧摊销	95	34	48	51	营业利润	56.7%	67.4%	58.6%	50.6%
财务费用	11	16	16	16	归属于母公司净利润	69.9%	71.0%	54.4%	48.3%
投资损失	-54	-79	-105	-134	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	80	-198	-196	-187	毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
其他经营现金流	123	535	741	1012	净利率 (%)	3.1%	3.6%	4.2%	4.8%
<b>投资活动现金流</b>	-280	66	51	100	ROE (%)	8.7%	13.8%	19.1%	24.5%
资本支出	-68	-24	-54	-34	ROIC (%)	5.5%	11.8%	16.5%	21.5%
长期投资	-265	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	54	91	105	134	资产负债率 (%)	54.6%	60.0%	63.2%	64.8%
<b>筹资活动现金流</b>	100	-219	-277	-403	净负债比率 (%)	120.5%	150.2%	171.6%	183.8%
短期借款	250	0	0	0	流动比率	1.57	1.46	1.41	1.40
长期借款	-74	0	0	0	速动比率	0.35	0.31	0.32	0.35
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	45	-1	0	0	总资产周转率	1.41	1.69	1.85	1.95
其他筹资现金流	-121	-219	-277	-403	应收账款周转率	14.40	14.23	13.69	13.44
<b>现金净增加额</b>	153	-45	81	267	应付账款周转率	4.18	4.18	4.02	3.94
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.55	0.94	1.45	2.15
					每股经营现金流 (摊薄)	0.83	0.28	0.77	1.42
					每股净资产	6.27	6.78	7.57	8.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.82	18.08	11.71	7.90
					P/B	2.88	2.50	2.24	1.94
					EV/EBITDA	22.37	12.94	8.36	5.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。