

2024年09月01日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩持续增长，高端性价比战略成效显著

—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8月28日，三只松鼠发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-30

当前股价（元）	17.7
总市值（亿元）	71
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）	147.98

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《三只松鼠（300783）：全渠道高质增长，组织改革激发活力》
2024-07-17
- 《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

业绩持续增长，费率管控得当

2024H1 总营收 50.75 亿元（同增 75%），主要系公司战略有效落地/各渠道营收实现大幅增长所致；归母净利润 2.90 亿元（同增 89%），扣非归母净利润 2.28 亿元（同增 212%）。其中 2024Q2 总营收 14.29 亿元（同增 44%），归母净利润亏损 0.19 亿元（2023 年同期亏损 0.38 亿元），扣非归母净利润亏损 0.35 亿元（2023 年同期亏损 0.63 亿元）。2024H1 毛利率同增 1pct 至 25.85%，主要系供应链优化所致；销售费用率同增 0.4pct 至 17.62%，主要系推广费用增加所致；管理费用率同减 2pct 至 1.95%，主要系组织结构优化，总体费率管控得当。综合来看，2024H1 净利率同增 0.4pct 至 5.71%，盈利能力改善。

抖音渠道延续高增，分销策略成效显著

产品上，2024H1 坚果/烘焙/综合的营收分别为 27.60/6.09/9.34 亿元，分别同增 68%/39%/165%。公司坚持高性价比战略，加快零食上新，2024H1 累计上线超 1000 款 SKU，其中水牛乳千层吐司等新品实现千万销售。渠道上，2024H1 第三方电商平台营收为 40.90 亿元，同增 80%。其中，抖音/天猫系/京东系的营收分别为 12.24/10.83/7.93 亿元，分别同增 181%/28%/20%。线下分销营收 6.69 亿元，同增超 100%。公司强化分销渠道产品与价格带适配，创新价值链分配机制，分销业务有望贡献净利增长。2024H1 东部/南部/西部/北部区域的经销商数量分别为 363/234/221/343 家，较年初净增 36/10/25/57 家。公司 8 月在五大区域开展经销商共创会，通过集约供应帮助经销商做大规模，提高净利回报。

盈利预测

公司“高性价比”战略长期发展信心充足，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，高性价比战略与全品类布局有望推动公司持续发展，保障业绩目标实现，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 20/15/12 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
流动资产:				
现金及现金等价物	328	540	550	730
应收款	612	778	931	1,061
存货	1,388	1,478	1,678	1,975
其他流动资产	2,000	2,052	2,338	2,672
流动资产合计	4,327	4,848	5,497	6,438
非流动资产:				
金融类资产	20	25	29	32
固定资产	507	624	643	625
在建工程	252	101	40	16
无形资产	113	108	102	97
长期股权投资	21	21	21	21
其他非流动资产	322	322	322	322
非流动资产合计	1,216	1,176	1,129	1,081
资产总计	5,543	6,024	6,626	7,519
流动负债:				
短期借款	300	450	590	690
应付账款、票据	1,548	1,584	1,678	1,975
其他流动负债	616	616	616	616
流动负债合计	2,760	2,984	3,257	3,715
非流动负债:				
长期借款	125	134	140	142
其他非流动负债	144	144	144	144
非流动负债合计	269	278	284	286
负债合计	3,029	3,262	3,541	4,001
所有者权益				
股本	401	401	401	401
股东权益	2,514	2,763	3,085	3,517
负债和所有者权益	5,543	6,024	6,626	7,519

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	220	355	461	618
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	54	39	47	48
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	60	-230	-502	-400
经营活动现金净流量	334	165	6	266
投资活动现金净流量	-280	29	38	40
筹资活动现金净流量	158	52	8	-83
现金流量净额	212	246	51	223

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,115	10,136	13,586	17,604
营业成本	5,455	7,650	10,133	13,008
营业税金及附加	45	59	77	99
销售费用	1,238	1,743	2,378	3,098
管理费用	227	314	435	581
财务费用	6	9	15	14
研发费用	25	36	48	62
费用合计	1,496	2,102	2,874	3,755
资产减值损失	-14	1	1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	54	50	45	40
营业利润	278	474	626	852
加:营业外收入	41	35	30	25
减:营业外支出	5	4	3	2
利润总额	314	505	653	875
所得税费用	94	149	193	257
净利润	220	355	461	618
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	220	355	461	618

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-2.4%	42.5%	34.0%	29.6%
归母净利润增长率	70.3%	61.7%	29.6%	34.1%
盈利能力				
毛利率	23.3%	24.5%	25.4%	26.1%
四项费用/营收	21.0%	20.7%	21.2%	21.3%
净利率	3.1%	3.5%	3.4%	3.5%
ROE	8.7%	12.9%	14.9%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	54.1%	53.4%	53.2%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.7	2.1	2.3
应收账款周转率	11.6	13.0	14.6	16.6
存货周转率	3.9	5.2	6.1	6.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.55	0.89	1.15	1.54
P/E	32.3	20.0	15.4	11.5
P/S	1.0	0.7	0.5	0.4
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0

■ 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

■ 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。