

三只松鼠 (300783.SZ)

公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

增持-B(维持)

股价(2024-08-30)

17.70元

交易数据

总市值(百万元)	7,097.70
流通市值(百万元)	4,948.85
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	279.60
12个月价格区间	26.55/16.84

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	3.06	-19.97	9.18
绝对收益	-0.45	-27.19	-2.6

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

三只松鼠: 高端性价比牵引, 重回百亿可期-
 华金证券-食品饮料-公司快报-三只松鼠
 2024.5.7

战略成效显著, 百亿目标坚定

◆ **事件:** 公司发布 2024 年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入 50.75 亿元, 同比增长 75.39%, 实现归母净利润 2.90 亿元, 同比增长 88.57%, 实现扣非后归母净利润 2.28 亿元, 同比增长 211.79%;

单季度来看, 2024Q2 公司实现营业收入 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, 实现扣非后归母净利润-0.35 亿元, 同比减亏 0.28 亿元。

◆ **收入分析:** 抖音拉动综合电商企稳回暖, 线下分销持续发力势能向上。2024H1 公司实现营收 50.75 亿元, 同比+75.39% (其中 Q1: +91.83%; Q2: +43.93%), 主要得益于公司战略有效落地, 各渠道营收实现大幅增长。具体来看:

渠道方面, 2024H1 线上收入 40.9 亿元, 占比 81%, 其中抖音/天猫系/京东系收入 12.24/10.83/7.93 亿元, 同比增长 180.73%/28.32%/20.33%, 短视频电商“新品类发电机”定位效果显著, 通过主动打造多款爆品, 实现增量近 10 亿, 并在货架电商有效承接, 带动综合电商稳步增长; 线下层面, 2024H1 分销业务营收 6.69 亿元, 同比增长超 100%, 其中区域经销商截止 6 月底达到 1192 家, 上半年净增加 130 家, 门店业务国民零食店/原有店型营收 1.75/0.55 亿元, 截止 6 月底, 国民零食店开设 209 家 (H1 净增加 60 家), 原有店型 116 家, 公司率先聚焦区域经销日销品打造, 重点发力炒货及零食品类, 打造超百款线下日销专供货盘, 目前已正式陆续导入终端市场, 同时公司与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩折扣系统也展开合作, 未来有望持续贡献增量。

产品维度, 2024H1 坚果营收 27.6 亿/同比+67.90%, 烘焙营收 6.1 亿元/同比+38.85%, 综合品类营收 9.3 亿元/同比+164.82%, 上半年公司打造了每日坚果、夏威夷果、开心果、巴旦木、板栗、腰果、坚果乳等超 10 款亿级大单品, 多款爆品位列抖音、天猫品类榜单 TOP1, 零食累计上线超 1000 款 sku, 其中水牛乳千层吐司、黑猪午餐肉、山楂大礼包等重磅新品上线数月快速突破千万销售。此外, 基于“一品一链”供应链规划, 公司落地天津武清北区、四川简阳西南供应链集约基地, 并启动“芜湖健康零食产业园”规划, 有望提供更多高端性价比产品。

品牌维度, 2024H1 三只松鼠/小鹿蓝蓝实现营收 46.9/3.85 亿元, 占比 92.41%/7.59%。子品牌小鹿蓝蓝升级“儿童高端健康零食”新定位, 打造多款千万级单品, 并推出 0 蔗糖棒棒糖、真虾片、梨汁等百万级高端健康新品, 2024H1 实现营收增长 66%, 同时依托精细化运营成功实现可持续盈利, 目前已连续三个季度实现较好盈利。

◆ **利润分析:** 毛利率提升费率稳定, 盈利能力显著改善。2024Q2 公司毛利率为 21.90%, 同比+3.24pct (H1 坚果/零食/综合品类毛利率同比+1.54pct/-0.18pct/+0.17pct), 预计主要得益于全链路成本优化和规模效应。费用端管控良好, Q2 期间费用率同比-1.87pct, 其中销售/管理/研发费用率为 21.10%/3.53%/0.46%, 同比-0.06pct/-1.73pct/-0.21pct。最终 Q2 净利率为-1.3%, 同比+2.54pct。



- ◆ **24 年战略：2024 年总体目标——重回百亿，在全中做强；坚守高端性价比，做强大单品、全渠道。**具体来看，**产品端**，持续夯实坚果主品类，并聚焦优选一批零食大单品实现一品一链，总成本领先的同时做强一批大单品；**渠道端**，坚持“D+N”协同为核心，通过短视频电商的内容属性不断打造大单品并赋能全渠道，在渠道建设上特别聚焦分销业务逐步推动日销品区域化深度分销的打造以及社区零食店在根据地市场的密度布局；**组织端**，做好品销合一；**品牌端**，做强子品牌小鹿蓝蓝，小鹿蓝蓝经过三年快速发展已成为一个年销超 5 亿规模且具有较强知名度的品牌，公司以“儿童高端健康零食”的全新差异化定位开启核心大单品在全渠道矩阵的渗透，有望成为第二增长引擎。
- ◆ **投资建议：**公司坚持全品类全渠道建设，并以高端性价比战略牵引内外部变革，优化供应链打造低价优质大单品，叠加抖音等短视频电商赋能全渠道、线下分销深化助推增长，战略效果持续显现；中长期来看，子品牌小鹿蓝蓝借助差异化定位和供应链、渠道等优势，有望成为第二增长引擎。考虑到公司战略成效显著，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入由原来的 101.65/123.76/146.08 亿元调整为 104.13/137.22/170.52 亿元，同比增长 46.4%/31.8%/24.3%，归母净利润由原来的 3.33/4.67/6.07 亿元调整为 3.91/5.94/8.00 亿元，同比增长 77.8%/52.0%/34.7%，维持“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293	7,115	10,413	13,722	17,052
YoY(%)	-25.4	-2.4	46.4	31.8	24.3
归母净利润(百万元)	129	220	391	594	800
YoY(%)	-68.6	70.3	77.8	52.0	34.7
毛利率(%)	26.7	23.3	25.0	26.1	26.9
EPS(摊薄/元)	0.32	0.55	0.97	1.48	2.00
ROE(%)	5.5	8.7	13.9	17.9	19.9
P/E(倍)	55.0	32.3	18.2	12.0	8.9
P/B(倍)	3.0	2.8	2.5	2.1	1.8
净利率(%)	1.8	3.1	3.8	4.3	4.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3317	4327	5713	6459	7836	营业收入	7293	7115	10413	13722	17052
现金	171	328	634	836	1135	营业成本	5343	5455	7807	10144	12469
应收票据及应收账款	394	594	852	1054	1315	营业税金及附加	48	45	55	79	102
预付账款	81	117	173	208	265	营业费用	1533	1238	1802	2360	2933
存货	1071	1388	2131	2441	3179	管理费用	283	227	333	439	529
其他流动资产	1600	1901	1924	1920	1942	研发费用	38	25	36	41	51
非流动资产	1219	1216	1429	1639	1873	财务费用	8	6	11	2	-17
长期投资	6	21	37	53	69	资产减值损失	-7	-9	-14	-19	-21
固定资产	522	507	717	925	1123	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	109	113	110	108	105	投资净收益	56	54	55	55	55
其他非流动资产	582	574	566	554	576	营业利润	178	278	512	802	1125
资产总计	4536	5543	7143	8098	9709	营业外收入	28	41	43	50	40
流动负债	1846	2760	4069	4527	5435	营业外支出	5	5	7	7	6
短期借款	50	300	580	455	300	利润总额	200	314	548	844	1159
应付票据及应付账款	1063	1548	2189	2668	3302	所得税	71	94	157	250	359
其他流动负债	732	912	1300	1404	1832	税后利润	129	220	391	594	800
非流动负债	347	269	270	262	250	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	199	125	126	118	106	归属母公司净利润	129	220	391	594	800
其他非流动负债	148	144	144	144	144	EBITDA	288	399	653	969	1257
负债合计	2192	3029	4339	4789	5685						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	401	401	401	401	401	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	469	514	514	514	514	成长能力					
留存收益	1483	1639	1882	2246	2701	营业收入(%)	-25.4	-2.4	46.4	31.8	24.3
归属母公司股东权益	2343	2514	2804	3309	4024	营业利润(%)	-62.1	56.7	84.2	56.5	40.3
负债和股东权益	4536	5543	7143	8098	9709	归属于母公司净利润(%)	-68.6	70.3	77.8	52.0	34.7
						获利能力					
						毛利率(%)	26.7	23.3	25.0	26.1	26.9
						净利率(%)	1.8	3.1	3.8	4.3	4.7
						ROE(%)	5.5	8.7	13.9	17.9	19.9
						ROIC(%)	4.9	7.3	10.9	14.8	17.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.3	54.6	60.7	59.1	58.6
						流动比率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4
						速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.4	1.6	1.8	1.9
						应收账款周转率	24.7	14.4	14.4	14.4	14.4
						应付账款周转率	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2
						估值比率					
						P/E	55.0	32.3	18.2	12.0	8.9
						P/B	3.0	2.8	2.5	2.1	1.8
						EV/EBITDA	25.5	18.5	11.2	7.2	5.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn