

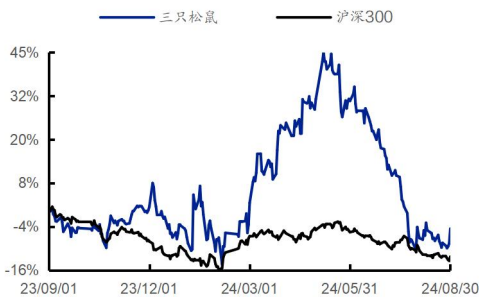
研究所:

 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

业绩表现亮眼, 期待后续分销进展

——三只松鼠(300783)2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/30

表现	1M	3M	12M
三只松鼠	6.0%	-27.5%	-3.0%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

2024/08/30

当前价格(元)	17.70
52周价格区间(元)	14.68-27.53
总市值(百万)	7,097.70
流通市值(百万)	4,948.85
总股本(万股)	40,100.00
流通股本(万股)	27,959.60
日均成交额(百万)	313.87
近一月换手(%)	2.60

相关报告

《三只松鼠(300783)公司深度研究: 深化供应链改革, “D+N”全渠道突围, 零食龙头征程再起(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-08-03

《三只松鼠(300783)股权激励及员工持股计划点评: 激励机制优化, 向挑战目标迈进(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-05-04

《三只松鼠(300783)2024年一季度报点评: 一季度业绩高增, 改革成效持续验证(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-04-18

《三只松鼠(300783)2023年报点评报告: 改革成效显著, 2024营收有望重回百亿元(买入)*休

事件:

2024年8月29日, 三只松鼠发布2024年半年度报告: 2024H1公司实现营业收入50.75亿元, 同比+75.39%; 归母净利润2.90亿元, 同比+88.57%; 扣非归母净利润2.28亿元, 同比+211.79%。2024Q2公司实现营业收入14.29亿元, 同比+43.93%; 归母净利润-0.19亿元, 同比+0.19亿元; 扣非归母净利润-0.35亿元, 同比+0.28亿元。

投资要点:

- “D+N”全渠道协同打法持续验证, 全渠道实现高质增长。**分渠道来看, 2024H1公司线上/线下营收分别为40.90/9.85亿元, 同比+80%/+58%, 分别占比81%/19%。线上2024H1公司在抖音/天猫/京东/线上其他渠道分别实现营收12.24/10.83/7.93/9.90亿元, 同比+180.7%/+28.3%/+20.3%/+200.9%。抖音等短视频电商定位“新品类发动机”, 打造量贩芒果干、水牛乳千层吐司、鹤鹑蛋、辣卤礼包等多款爆品, 实现增量近10亿元, 并在货架电商有效承接, 带动综合电商稳步增长。线下, 2024H1公司分销业务(不含平台分销)营收6.69亿元, 同比增长超100%; 门店营收2.3亿元, 同比+51.3%。公司针对线下渠道, 全面展开组织与产品适配重塑以储备中长期增长动能, 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, 期待后续进展, 完成线上线下闭环。
- 品类拓展能力为公司增长引擎, 小鹿蓝蓝实现可持续盈利。**分品类来看, 公司2024H1坚果/烘焙/综合实现营收27.60/6.09/9.34亿元, 同比+67.9%/+38.9%/+164.8%, 三大品类在全渠道下增长稳健, 此外, 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, 公司具备快速拓品的能力。分品牌来看, 2024H1三只松鼠/小鹿蓝蓝实现营收46.9/3.85亿元, 同比+76.3%/+65.9%, 小鹿蓝蓝从战略性亏损转为可持续盈利, 目前已连续三个季度实现较好盈利。
- 供应链提质增效叠加费率优化, 公司盈利能力增强。**公司2024H1/Q2毛利率分别为25.85%/21.90%, 同比+0.88/+3.24pct。在高端性价比战略指导下, 公司收入快速上行, 规模效应下带动毛利率持续优化, 充分验证了公司在“一品一链”供应链持续创新升级上的成效。

休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-03-28

《三只松鼠(300783)公司动态研究: 破茧成蝶, 打破流量困局, 转型初显成效(买入)*休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-03-10

目前公司已经落地天津武清、四川简阳两大供应链集约基地, 并启动“芜湖健康零食产业园”规划, 在夯实坚果生产优势的同时, 正式进入零食供应链, 后续毛利端有望进一步获益于供应链的提质增效。费用端, 2024Q2 公司销售/管理/研发费用率分别为 21.10%/3.53%/0.46%, 同比-0.06/-1.73/-0.21pct, 各项费用率持续优化, 收入增长质量高, 其中管理费用率优化幅度显著, 得益于公司“品销合一”网络型组织下。最终, 2024H1/Q2 归母净利率 5.71%/-1.30%, 同比+0.40/+2.54pct, 盈利能力增强。

- **盈利预测及投资评级:** 目前公司改革进展顺利, 在“高端性价比”总战略牵引下, 形成“D+N”的全渠道协同体系。收入端, 2024 年上半年收入高增为全年收入破百亿的目标奠定良好基础, 随着分销动作进一步落地, 公司过去短板线下有望迎来改善。利润端, 公司在收入体量扩大叠加供应链提质增效, 费率不断优化, 盈利能力稳中有升。我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入为 103.06/132.54/160.37 亿元, 同比+45%/+29%/+21%; 归母净利润 4.02/5.57/7.06 亿元, 同比+83%/+39%/+27%; EPS 分别为 1.00/1.39/1.76 元, 对应 PE 分别为 18/13/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 行业竞争加剧; 2) 渠道拓展不及预期; 3) 成本上行风险; 4) 原材料价格波动风险; 5) 食品安全事件等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7115	10306	13254	16037
增长率(%)	-2	45	29	21
归母净利润(百万元)	220	402	557	706
增长率(%)	70	83	39	27
摊薄每股收益(元)	0.55	1.00	1.39	1.76
ROE(%)	9	15	18	21
P/E	32.82	17.66	12.75	10.06
P/B	2.88	2.57	2.34	2.09
P/S	1.02	0.69	0.54	0.44
EV/EBITDA	22.37	11.46	8.55	6.73

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三只松鼠盈利预测表

证券代码:	300783				股价:	17.70	投资评级:	买入	日期:	2024/08/30
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	15%	18%	21%	EPS	0.55	1.00	1.39	1.76	
毛利率	23%	24%	24%	24%	BVPS	6.27	6.88	7.57	8.45	
期间费率	21%	19%	19%	19%	估值					
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	32.82	17.66	12.75	10.06	
成长能力					P/B	2.88	2.57	2.34	2.09	
收入增长率	-2%	45%	29%	21%	P/S	1.02	0.69	0.54	0.44	
利润增长率	70%	83%	39%	27%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	1.41	1.72	1.87	1.91	营业收入	7115	10306	13254	16037	
应收账款周转率	14.40	16.57	17.04	15.92	营业成本	5455	7881	10123	12232	
存货周转率	4.44	4.87	4.79	4.62	营业税金及附加	45	66	85	103	
偿债能力					销售费用	1238	1721	2174	2614	
资产负债率	55%	57%	61%	63%	管理费用	227	273	349	417	
流动比	1.57	1.51	1.42	1.39	财务费用	6	8	9	10	
速动比	0.35	0.30	0.30	0.32	其他费用/(-收入)	25	41	53	64	
					营业利润	278	553	783	1001	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	36	28	12	11	
现金及现金等价物	347	337	407	585	利润总额	314	581	794	1011	
应收款项	594	650	906	1108	所得税费用	94	179	238	306	
存货净额	1388	1847	2383	2914	净利润	220	402	557	706	
其他流动资产	1998	2282	2613	2909	少数股东损益	0	0	0	0	
流动资产合计	4327	5116	6308	7517	归属于母公司净利润	220	402	557	706	
固定资产	507	496	516	531						
在建工程	252	260	271	284	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	435	512	595	676	经营活动现金流	334	144	348	481	
长期股权投资	21	29	38	47	净利润	220	402	557	706	
资产总计	5543	6413	7727	9054	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	300	392	479	595	折旧摊销	95	57	64	71	
应付款项	1548	1891	2508	3072	公允价值变动	0	0	0	0	
合同负债	295	380	507	615	营运资金变动	80	-227	-172	-171	
其他流动负债	616	731	937	1124	投资活动现金流	-280	-38	-72	-49	
流动负债合计	2760	3393	4431	5406	资本支出	-68	-110	-164	-168	
长期借款及应付债券	125	125	125	125	长期投资	-265	-8	-9	-9	
其他长期负债	144	138	136	135	其他	54	79	101	128	
长期负债合计	269	263	261	260	筹资活动现金流	100	-115	-206	-253	
负债合计	3029	3656	4692	5666	债务融资	227	56	86	115	
股本	401	401	401	401	权益融资	0	-1	0	0	
股东权益	2514	2757	3035	3388	其它	-127	-170	-292	-368	
负债和股东权益总计	5543	6413	7727	9054	现金净增加额	153	-11	70	178	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。