

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

三只松鼠(300783)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

战略调整成效显著，强化内生外延

2024年10月30日

事件: 公司发布 24Q3 业绩报告, 24Q3 公司实现营收 20.95 亿元, 同比+24.03%, 实现归母净利润 0.52 亿元, 同比+221.89%, 实现扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比+210.13%。业绩落在预告中位数偏上, 符合预期。

点评:

- **高端性价比战略成效显著, 持续推动盈利能力向上。** 高端性价比战略以来, 公司成功实现五个季度收入同比高增, 24Q3 收入同比增长 24%, 进一步验证高端性价比战略成效。24Q3 公司实现毛利率 24.5%, 同比+0.1pct, 公司强化产品竞争力的同时, 整体毛利率维持稳定表明公司供应链和组织管理效率的提升。24Q3 销售费用率为 19.1% (同比-0.2pct), 管理费用率为 2.5% (同比-0.4pct), 费用率稳中有降。对应 24Q3 归母净利率为 2.5%, 同比+1.5pct, 盈利能力连续季度同比提升表明公司“业务、供应链和组织”三大结构性变革成效显著。
- **加大零食供应链及集约基地的建设, 强化“高端性价比”总战略。** 公司拟以自有或自筹资金合计投资不超过人民币 2 亿元, 进一步完善零食产业园及供应链集约基地的建设, 有望进一步提升零食品类自产比例, 强化产品快速匹配能力及供应链降本增效, 有望进一步强化供应链的竞争优势及提升盈利能力。
- **收购“爱零食”、“爱折扣”, 整合布局下游折扣渠道。** 公司全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟以不超过人民币 2 亿元收购“爱零食”(量贩零食品牌)及“爱折扣”(社区折扣超市品牌, 门店数量约为 80 家左右)的控制权或相关业务及资产, 拟以不超过人民币 1 亿元收购安徽致养食品(主营坚果类等饮品)的控制权或相关业务及资产。同时公司拟通过增资、借款等方式向子公司合计投资不超过人民币 1 亿元, 加大投资孵化超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌, 分别聚焦方便速食、健康轻食、滋补食养、巧克力等品类, 通过内生外延公司强化下游渠道及品类的孵化布局。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 公司线上起家, 线上渠道运营能力强, 高端性价比战略打开抖音流量入口, 线上基本盘全面跑通, 有望进一步提升市占率; 礼盒产品性价比竞争优势突出, 公司作为国民品牌知名度高, 有望延续快速增长; 线下分销空间大, 性价比产品强竞争力, 有望贡献收入弹性。利润端, 公司连续多个季度验证供应链和内部组织效率提升驱动盈利能力提升, 此次公告强化零食供应链及集约基地的建设, 有望进一步强化供应链的竞争力, 看好公司后续盈利能力持续向上。我们预计公司 24-26 年公司 EPS 为 1.01、1.39、1.78 元/股, 维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素:** 坚果等原材料涨价、线上竞争加剧、线下网点扩张不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,293	7,115	10,198	13,963	17,704
增长率 YoY %	-25.4%	-2.4%	43.3%	36.9%	26.8%
归属母公司净利润 (百万元)	129	220	404	557	715
增长率 YoY%	-68.5%	69.9%	83.9%	37.9%	28.2%
毛利率%	26.7%	23.3%	23.0%	21.0%	20.5%
净资产收益率ROE%	5.5%	8.7%	13.8%	16.4%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.01	1.39	1.78
市盈率 P/E(倍)	81.25	47.84	26.02	18.86	14.71
市净率 P/B(倍)	4.49	4.18	3.59	3.09	2.61

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,317	4,327	4,681	5,687	7,147	
货币资金	171	328	617	864	1,660	
应收票据	0	0	4	6	7	
应收账款	394	594	708	853	984	
预付账款	81	117	393	496	563	
存货	1,071	1,388	829	1,164	1,486	
其他	1,600	1,901	2,130	2,304	2,447	
非流动资产	1,219	1,216	1,574	1,698	1,754	
长期股权投资	6	21	26	26	27	
固定资产(合计)	522	507	727	826	867	
无形资产	109	113	155	180	195	
其他	582	574	666	666	665	
资产总计	4,536	5,543	6,255	7,386	8,901	
流动负债	1,846	2,760	3,068	3,691	4,558	
短期借款	50	300	300	300	300	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,063	1,548	1,745	2,084	2,659	
其他	732	912	1,023	1,308	1,599	
非流动负债	347	269	262	292	322	
长期借款	199	125	125	125	125	
其他	148	144	137	167	197	
负债合计	2,192	3,029	3,329	3,983	4,879	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,344	2,514	2,926	3,403	4,021	
负债和股东权益	4,536	5,543	6,255	7,386	8,901	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,293	7,115	10,198	13,963	17,704	
同比(%)	-25.4%	-2.4%	43.3%	36.9%	26.8%	
归属母公司净利润	129	220	404	557	715	
同比(%)	-68.5%	69.9%	83.9%	37.9%	28.2%	
毛利率(%)	26.7%	23.3%	23.0%	21.0%	20.5%	
ROE%	5.5%	8.7%	13.8%	16.4%	17.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.01	1.39	1.78	
P/E	81.25	47.84	26.02	18.86	14.71	
P/B	4.49	4.18	3.59	3.09	2.61	
EV/EBITDA	31.45	22.37	16.12	11.98	8.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,293	7,115	10,198	13,963	17,704	
营业成本	5,343	5,455	7,852	11,031	14,075	
营业税金及附加	48	45	56	73	89	
销售费用	1,533	1,238	1,611	1,983	2,425	
管理费用	283	227	306	349	416	
研发费用	38	25	31	42	53	
财务费用	8	6	8	1	-5	
减值损失合计	-3	-14	2	2	2	
投资净收益	56	54	76	102	126	
其他	85	120	102	126	142	
营业利润	178	278	514	714	920	
营业外收支	23	36	25	29	33	
利润总额	200	314	539	743	953	
所得税	71	94	135	186	238	
净利润	129	220	404	557	715	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	129	220	404	557	715	
EBITDA	280	334	647	852	1,064	
EPS(当年)(元)	0.32	0.55	1.01	1.39	1.78	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	73	334	702	399	873	
净利润	129	220	404	557	715	
折旧摊销	158	95	100	108	116	
财务费用	14	11	16	16	17	
投资损失	-56	-54	-76	-102	-126	
营运资金变动	-149	80	305	-136	203	
其它	-22	-17	-47	-44	-52	
投资活动现金流	-185	-280	-365	-85	6	
资本支出	-212	-68	-375	-177	-109	
长期投资	3	-265	-35	0	0	
其他	24	54	44	92	116	
筹资活动现金流	-134	100	-46	-66	-83	
吸收投资	0	0	10	0	0	
借款	-250	176	0	0	0	
支付利息或股息	-93	-67	-16	-96	-113	
现金流净增加额	-247	153	289	247	796	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。