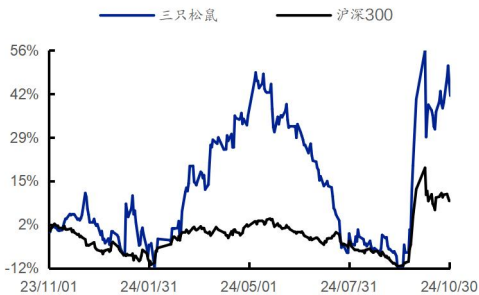


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

Q3 收入和利润皆表现亮眼, 公司开启投资并购 ——三只松鼠 (300783) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/10/31		
表现	1M	3M	12M	
三只松鼠	0.8%	43.5%	41.0%	
沪深 300	-3.2%	13.0%	8.9%	

市场数据		2024/10/31
当前价格 (元)		25.52
52 周价格区间 (元)		14.68-30.38
总市值 (百万)		10,233.52
流通市值 (百万)		7,135.29
总股本 (万股)		40,100.00
流通股本 (万股)		27,959.60
日均成交额 (百万)		452.11
近一月换手 (%)		6.96

相关报告

- 《三只松鼠 (300783) 前三季度业绩预告点评: 盈利能力大幅提升, 改革成效持续验证 (买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-10-13
- 《三只松鼠 (300783) 2024 年半年报点评: 业绩表现亮眼, 期待后续分销进展 (买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-09-01
- 《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

事件:

2024 年 10 月 28 日, 三只松鼠发布 2024 年三季度报: 2024 年 Q1-3 公司实现营收 71.69 亿元, 同比+56.5%; 归母净利润 3.41 亿元, 同比+101.2%; 扣非归母净利润 2.67 亿元, 同比+211.6%。其中, 2024Q3 公司实现营收 20.95 亿元, 同比+24.0%; 归母净利润 0.52 亿元, 同比+221.9%; 扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比+210.1%。

投资要点:

- **Q3 公司收入延续增长态势。**公司 Q3 收入同比+24%, 在去年较高基数下依旧实现高速增长, 持续验证 D+N 全渠道协同打法的成效, 我们预计 Q3 全渠道营收皆实现持续增长, 其中线上无论是抖音还是传统电商渠道仍保持较高增速, 中秋期间线下分销礼盒预计也有较好贡献, 分销业务方面, 公司将从过去的“批发式分销”转向“深度分销”, 聚焦日销品打造, 目前已经推出 105 款日销品并逐步铺向终端, 通过集约化供给的方式实现效率的大幅提升, 同时公司推出鼠销宝数字化分销工具, 实现对终端真实动销数据的收集和分析, 此外公司还推出了联合市场费用投入、售后兜底等新政策, 充分激活业务潜力, 预计后续新分销业务将有较好的收入贡献。
- **成本及费用优化, 盈利能力实现大幅提升。**2024Q3 公司实现毛利率 24.46%, 同比+0.11pct, 环比+2.56pct, 我们认为主要得益于 1) 公司持续推进“一品一链”供应链持续创新升级, 坚果自产比例不断提升, 有较好的成本控制能力; 2) 收入增长带来的规模效应。费用端, 公司 2024Q3 销售/管理费率分别为 19.08%/2.52%, 同比-0.21pct/-0.44pct, 费用投放节奏有所放缓。综上, 公司 2024Q3 实现归母净利率 2.46%, 同比+1.51pct, 环比+3.76pct; 实现扣非归母净利率 1.82%, 同比+1.09pct, 环比+4.25pct, 盈利能力大幅提升。
- **公司公告总投资 6.6 亿元, 加码零售、制造和品牌端。**公司①拟以不超过人民币 2 亿元、0.6 亿元、1 亿元分别收购湖南爱零食、爱折扣、致养食品的控制权或相关业务及资产, 我们认为此举为公司在 线下折扣业态长远布局考虑 (爱零食预计全国 1800 家门店); ②拟合计投资不超过人民币 2 亿元, 完善华东 (芜湖)、北区 (天津)、西南 (简阳) 零食产业园建设, 我们认为此举有助于提升公司自主制造端占比, 进一步带动供应链实现价值溢出; ③拟合计投资不超

闲食品*刘洁铭，秦一方》——2024-05-04

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

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，我们认为鉴于小鹿蓝蓝的成功孵化，此举有助于公司进行品牌多元化探索。

- 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，线上渠道增长稳健，分销短板有望迎来改善，多品牌布局提升收入弹性。利润端，公司不断加码上游供应链，有望自产比例，从而提升盈利能力。目前 2024 前三季度收入和利润皆实现较高增长，我们认为公司 2024 全年激励目标达成置信度高。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%/+38%/+27%；EPS 分别为 1.00/1.39/1.76 元，对应 PE 分别为 25/18/15X，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	38	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	25.46	18.39	14.50
P/B	2.88	3.70	3.36	3.01
P/S	1.02	0.99	0.77	0.64
EV/EBITDA	22.37	16.36	12.20	9.63

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:	25.52				投资评级:	买入				日期:	2024/10/31			
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	6.90	7.59	8.47										
期间费率	21%	19%	19%	19%	估值														
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	32.82	25.46	18.39	14.50										
成长能力					P/B	2.88	3.70	3.36	3.01										
收入增长率	-2%	45%	29%	21%	P/S	1.02	0.99	0.77	0.64										
利润增长率	70%	83%	38%	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	1.50	1.42	1.38	财务费用	6	8	9	10										
速动比	0.35	0.29	0.30	0.32	其他费用/(-收入)	25	41	53	64										
					营业利润	278	553	782	1000										
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	306	376	554	利润总额	314	581	794	1011										
应收款项	594	650	906	1108	所得税费用	94	179	237	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	5085	6277	7486	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	553	636	716	经营活动现金流	334	137	348	480										
长期股权投资	21	29	38	47	净利润	220	402	557	706										
资产总计	5543	6423	7737	9064	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	730	937	1124	投资活动现金流	-280	-72	-72	-48										
流动负债合计	2760	3393	4431	5406	资本支出	-68	-110	-164	-167										
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	45	101	128										
长期负债合计	269	263	261	260	筹资活动现金流	100	-105	-206	-253										
负债合计	3029	3656	4691	5666	债务融资	227	56	86	115										
股本	401	401	401	401	权益融资	0	10	0	0										
股东权益	2514	2767	3045	3398	其它	-127	-170	-292	-368										
负债和股东权益总计	5543	6423	7737	9064	现金净增加额	153	-42	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。