

三只松鼠 (300783.SZ)

增持 (维持)

盈利能力提升, 持续深化全产业链布局

公司 24Q3 实现营收 20.95 亿/+24.03%, 归母净利润 5153.24 万/+221.89%, 扣非归母净利 3811.52 万/+210.13%。公司 24Q1-3 营收为 71.69 亿/+56.46%, 归母净利 3.41 亿/+101.15%, 扣非归母净利 2.67 亿/+211.55%。公司持续深化高端性价比战略, 通过纵深供应链增强产品品质及价格竞争力, 好产品+好价格基础上, 全品类+全渠道布局将持续打开成长空间, 维持“增持”评级。

□ Q3 业绩高增长, 战略调整效果显现。公司 24Q3 实现营收 20.95 亿/+24.03%, 归母净利润 5153.24 万/+221.89%, 扣非归母净利 3811.52 万/+210.13%。公司 24Q1-3 营收为 71.69 亿/+56.46%, 归母净利 3.41 亿/+101.15%, 扣非归母净利 2.67 亿/+211.55%。公司坚守高端性价比策略, 持续推进供应链提效, 不断完善“抖+N”渠道布局及线上线下分销, 在去年同期较高基数的基础上实现亮眼增长。

□ 持续深化上中下游布局, 提升全产业链竞争力。公司近期公布三项重要投资公告, 分别为: 1) 在渠道方面, 公司拟合计投资不超过人民币 3.6 亿元, 与爱零食、爱折扣、致养食品达成深度合作, 收购其控制权或相关资产及业务, 借助三只松鼠品牌、供应链、管理赋能共同拓展线下市场及进入乳饮饮料新赛道。2) 在供应链方面, 公司拟增加投资不超过人民币 2 亿元, 进一步完善华东零食产业园(芜湖)、北区供应链集约基地(天津)、西南供应链集约基地(简阳)等的建设。通过供应链模式创新形成产业集群效应, 实现产品对需求端的快速匹配及供应链降本增效。3) 在产品及品牌孵化方面, 向子公司合计投资不超过人民币 1 亿元, 以进一步助力超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌发展。

□ 毛利率稳中有升, 费率优化助推净利率增长。公司 24Q3 毛利率为 24.46%/+0.11pct。销售/管理/财务费用率分别为 19.08%/2.52%/0.07%, 分别同比-0.21pct/-0.45pct/+0.03pct。公司 24Q3 净利率为 2.46%/+1.51pct。

□ 投资建议。公司持续贯彻“高端性价比”战略, 供应链纵深提效, 全链路优化以实现低价; 同时持续推进新分销开拓, 形成“全品类+全渠道”布局, 成长可期。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利分别为 4.0/5.7/7.2 亿, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 行业竞争加剧, 全产业链拓展进度不及预期, 食品安全风险

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7293	7115	10375	13245	16078
同比增长	-25%	-2%	46%	28%	21%
营业利润(百万元)	178	278	484	710	905
同比增长	-62%	57%	74%	47%	27%
归母净利润(百万元)	129	220	403	573	719
同比增长	-69%	70%	84%	42%	26%
每股收益(元)	0.32	0.55	1.01	1.43	1.79
PE	83.0	48.7	26.6	18.7	14.9
PB	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业

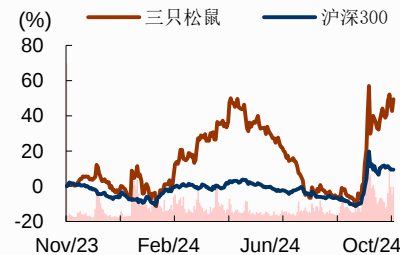
当前股价: 26.71 元

基础数据

总股本(百万股)	401
已上市流通股(百万股)	280
总市值(十亿元)	10.7
流通市值(十亿元)	7.5
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	38.9%
主要股东	章燎源
主要股东持股比例	40.3740.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	7	4242
相对表现	21	-1	33



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《三只松鼠 (300783) 一线上延续高增长趋势, 线下分销持续布局》2024-08-31
- 《三只松鼠 (300783) 一高端性价比战略成效持续显现, 24 年重回百亿可期》2024-04-19
- 《三只松鼠 (300783) 一高端性价比战略成效显现, 24 年有望重回百亿》2024-03-27

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3317	4327	6848	8637	10319
现金	171	328	1057	1269	1380
交易性投资	20	20	20	20	20
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	394	594	866	1106	1342
其它应收款	22	18	27	34	41
存货	1071	1388	1993	2527	3067
其他	1639	1980	2885	3681	4469
非流动资产	1219	1216	1178	1146	1118
长期股权投资	6	21	21	21	21
固定资产	522	507	494	482	471
无形资产商誉	109	113	102	92	83
其他	582	574	561	551	543
资产总计	4536	5543	8026	9783	11437
流动负债	1846	2760	4964	6301	7465
短期借款	50	300	1751	2362	2792
应付账款	1063	1548	2224	2820	3423
预收账款	261	295	424	538	653
其他	472	616	565	581	597
长期负债	347	269	269	269	269
长期借款	199	125	125	125	125
其他	148	144	144	144	144
负债合计	2192	3029	5233	6570	7734
股本	401	401	401	401	401
资本公积金	459	474	474	474	474
留存收益	1483	1639	1918	2338	2828
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2343	2514	2793	3213	3703
负债及权益合计	4536	5543	8026	9783	11437

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	73	334	(587)	(245)	(61)
净利润	129	220	403	573	719
折旧摊销	76	69	70	65	61
财务费用	14	11	65	120	151
投资收益	(56)	(54)	(154)	(154)	(154)
营运资金变动	(67)	116	(984)	(861)	(849)
其它	(22)	(27)	12	11	11
投资活动现金流	(185)	(280)	121	121	121
资本支出	(213)	(70)	(33)	(33)	(33)
其他投资	27	(210)	154	154	154
筹资活动现金流	(134)	100	1195	335	50
借款变动	(97)	159	1360	617	430
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	47	15	0	0	0
股利分配	(88)	(65)	(101)	(161)	(229)
其他	3	(9)	(65)	(120)	(151)
现金净增加额	(247)	154	730	211	111

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7293	7115	10375	13245	16078
营业成本	5343	5455	7802	9933	12058
营业税金及附加	48	45	66	85	103
营业费用	1533	1238	1764	2132	2540
管理费用	283	227	311	371	418
研发费用	38	25	36	46	56
财务费用	8	6	65	120	151
资产减值损失	(0)	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	82	116	100	100	100
投资收益	56	54	54	54	54
营业利润	178	278	484	710	905
营业外收入	28	41	41	41	41
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	200	314	520	746	941
所得税	71	94	117	173	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	129	220	403	573	719

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-25%	-2%	46%	28%	21%
营业利润	-62%	57%	74%	47%	27%
归母净利润	-69%	70%	84%	42%	26%
获利能力					
毛利率	26.7%	23.3%	24.8%	25.0%	25.0%
净利率	1.8%	3.1%	3.9%	4.3%	4.5%
ROE	5.6%	9.0%	15.1%	19.0%	20.7%
ROIC	3.4%	6.4%	10.7%	12.0%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	54.6%	64.9%	67.0%	67.5%
净负债比率	6.3%	8.9%	23.1%	25.3%	25.4%
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转率	3.9	4.4	4.6	4.4	4.3
应收账款周转率	24.7	14.4	14.2	13.4	13.1
应付账款周转率	4.5	4.2	4.1	3.9	3.9
每股资料(元)					
EPS	0.32	0.55	1.01	1.43	1.79
每股经营净现金	0.18	0.83	-1.46	-0.61	-0.15
每股净资产	5.84	6.27	7.02	8.05	9.27
每股股利	0.16	0.25	0.40	0.57	0.72
估值比率					
PE	83.0	48.7	26.6	18.7	14.9
PB	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	63.2	44.9	24.0	16.6	13.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。