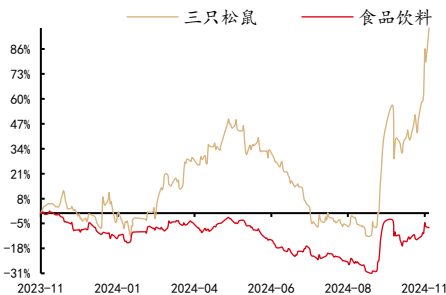


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	35.33
总股本/流通股本(亿股)	4.01 / 2.80
总市值/流通市值(亿元)	142 / 99
52周内最高/最低价	35.33 / 15.86
资产负债率(%)	54.6%
市盈率	64.24
第一大股东	章燎源

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 杨逸文  
SAC 登记编号: S1340522120002  
Email: yangyiwen@cnpsec.com

三只松鼠(300783)

年货节信心十足，“三足鼎立”开启线下新篇章

● 事件

11月10日，三只松鼠召开111线下品销大会，对2024年年货节、以及2025年新起点给予高度期待。此前公司发布了投资控股爱零食、爱折扣、臻养多品牌并购方案，宣布进入量贩赛道、折扣超市、乳品饮料多个领域。我们长期看好休闲食品行业供需变革下的巨大机遇，同时对三只松鼠未来发展充满信心。

● 核心要点

公司在高端性价比战略引导下扬帆起航，前三季度实现业绩高增。公司2024年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 71.69/71.69/3.41/2.67 亿元，同比 56.46%/56.46%/101.15%/211.55%。公司单Q3实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 20.95/20.95/0.52/0.38 亿元，同比 24.03%/24.03%/221.89%/210.13%，24Q3 公司毛利率/归母净利率为 24.46%/2.46%，分别同比 0.11/1.51pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.08%/2.52%/0.28%/0.07%，分别同比 -0.21/-0.45/-0.08/0.03pct。公司坚定贯彻“高端性价比”总战略，业务上“D+N”全渠道打法更加成熟，聚焦分销日销品打造并完成首轮铺市，终端动销积极，费用率持续优化。供应链上“一品一链”打造极致供应链，毛利率维持稳定，利润率进一步抬升。

坚果业务表现出色，原料采购到生产包装体系进一步完善，烘焙等其他零食业务成功打造爆款，积极备战年货节。前三季度坚果实现高增长，公司把全球化原料直采作为重要战略，与全球顶级农场建立深度战略合作，通过直采控制成本和质量，确保供应链的稳定和高效。今年将保障年货节产能，为线下分销预留大量库存，以保证市场供应，截至目前年货节销售情况亮眼。公司通过线上爆品快速复制到线下、竞品长尾标套卷、品牌大使成型等策略，在年货节期间为终端提供丰富多样的零食礼包，推动零食业务在年货节期间及明年保持快速增长。目前来看，公司于5月生态大会提出的年度10款破亿单品目标预计将超预期达成，新品如9.9元系列市场表现良好。另外，公司计划收购安徽致养品牌、正式进军乳饮行业。

线上电商渠道保持头部地位，线下分销渠道下半年以来环比提升趋势明显，并且布局自有品牌门店、硬折扣化综合超市、量贩零食店，实现“三足鼎立”态势齐头并进。分销渠道今年以来逐季提速，进入Q4后增长更为亮眼，经销商信心倍增，年货节三大战役：重推瓜子、升级坚果礼盒、发力烘焙礼盒。过去在分销系统中存在货品保障、批次质量等问题，今年提高分销渠道中热销商品的产能保障，加强质量管控，确保有效交付率达到100%，零批次性问题和质量售后开通绿色通道。自有品牌专业零食店在经历打磨后快速增长。在过去1年半时

间内经历门店 4 次迭代，组织变革后效率提升、备货模式从大仓备货转变为品类运营负责，解决货品及节日期间的供应问题。爱折扣（基于社区的折扣连锁超市）聚焦下沉市场，门店模型优秀。爱折扣在总部天津武清市场摸索成熟，并成功复制至其他地区。爱零食与三只松鼠合作之后具备后发优势。依托自身供应链能力叠加三只松鼠的强劲赋能，爱零食将增加硬折扣超市，以及较强品牌背书和管理能力。

### ● 盈利预测与投资评级

基于对行业及公司长期发展的信心，我们预计 2024 年-2026 年营业收入分别为 104.71/136.27/167.04 亿元，同比+47.18%/+30.14%/+22.58%，预计 2024 年-2026 年归母净利润分别为 4.05/5.45/7.52 亿元，同比+84.35%/+34.61%/+37.80%。未来三年 EPS 分别为 1.01/1.36/1.87 元，对应当前股价 PE 为 35/26/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7115	10471	13627	16704
增长率(%)	-2.45	47.18	30.14	22.58
EBITDA（百万元）	387.99	708.69	931.84	1211.60
归属母公司净利润（百万元）	219.79	405.19	545.43	751.60
增长率(%)	69.85	84.35	34.61	37.80
EPS（元/股）	0.55	1.01	1.36	1.87
市盈率（P/E）	64.46	34.96	25.97	18.85
市净率（P/B）	5.64	5.13	4.58	3.99
EV/EBITDA	19.87	21.68	16.97	13.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	7115	10471	13627	16704	营业收入	-2.4%	47.2%	30.1%	22.6%
营业成本	5455	7801	10084	12278	营业利润	56.7%	91.8%	36.7%	40.1%
税金及附加	45	62	81	99	归属于母公司净利润	69.9%	84.4%	34.6%	37.8%
销售费用	1238	1911	2480	3007	<b>获利能力</b>				
管理费用	227	220	273	301	毛利率	23.3%	25.5%	26.0%	26.5%
研发费用	25	26	35	33	净利率	3.1%	3.9%	4.0%	4.5%
财务费用	6	36	59	75	ROE	8.7%	14.7%	17.6%	21.1%
资产减值损失	-14	-10	-13	-16	ROIC	7.5%	13.3%	14.0%	16.2%
<b>营业利润</b>	<b>278</b>	<b>533</b>	<b>729</b>	<b>1022</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	41	52	52	52	资产负债率	54.6%	60.0%	63.7%	64.9%
营业外支出	5	7	7	7	流动比率	1.57	1.47	1.42	1.42
<b>利润总额</b>	<b>314</b>	<b>578</b>	<b>774</b>	<b>1066</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	94	173	228	314	应收账款周转率	11.98	19.07	19.07	19.07
<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>405</b>	<b>545</b>	<b>752</b>	存货周转率	3.93	4.30	4.30	4.30
<b>归母净利润</b>	<b>220</b>	<b>405</b>	<b>545</b>	<b>752</b>	总资产周转率	1.28	1.52	1.60	1.65
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.55</b>	<b>1.01</b>	<b>1.36</b>	<b>1.87</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.55	1.01	1.36	1.87
货币资金	328	1047	1363	1670	每股净资产	6.27	6.89	7.72	8.86
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	594	550	716	878	PE	64.46	34.96	25.97	18.85
预付款项	117	125	162	199	PB	5.64	5.13	4.58	3.99
存货	1388	1813	2343	2853	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>4327</b>	<b>5782</b>	<b>7502</b>	<b>9173</b>	净利润	220	281	420	626
固定资产	584	567	547	522	折旧和摊销	69	95	99	71
在建工程	252	210	168	126	营运资本变动	38	-349	-569	-558
无形资产	113	110	106	102	其他	-19	154	178	194
<b>非流动资产合计</b>	<b>1216</b>	<b>1121</b>	<b>1023</b>	<b>954</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>308</b>	<b>182</b>	<b>128</b>	<b>332</b>
<b>资产总计</b>	<b>5543</b>	<b>6903</b>	<b>8526</b>	<b>10126</b>	资本开支	-66	0	0	0
短期借款	300	1084	1591	1973	其他	-214	5	6	6
应付票据及应付账款	1548	1749	2261	2753	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-280</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
其他流动负债	912	1097	1422	1734	股权融资	45	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2760</b>	<b>3930</b>	<b>5274</b>	<b>6460</b>	债务融资	168	726	453	337
其他	269	212	157	113	其他	-113	-193	-271	-367
<b>非流动负债合计</b>	<b>269</b>	<b>212</b>	<b>157</b>	<b>113</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>100</b>	<b>533</b>	<b>182</b>	<b>-30</b>
<b>负债合计</b>	<b>3029</b>	<b>4142</b>	<b>5431</b>	<b>6573</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>127</b>	<b>719</b>	<b>316</b>	<b>308</b>
股本	401	401	401	401					
资本公积金	514	514	514	514					
未分配利润	1599	1847	2180	2639					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2514</b>	<b>2761</b>	<b>3095</b>	<b>3554</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5543</b>	<b>6903</b>	<b>8526</b>	<b>10126</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048