



线下矩阵增长亮眼，积极备战年货旺季

—— 公司动态跟踪点评

2024年11月11日

核心观点

- 事件：**11月10日，公司举行线下品销大会，反馈5月全域生态大会以来线下分销、线下门店的布置进展和动销情况，并着重宣布年货节线下板块的规划和配套政策。
- 线下分销高速增长，多项政策赋能经销商。**公司2024年以来加速线下渠道布局，**线下分销**，24Q3线下分销同比+51%，10月整月增长285%，终端动销旺盛，且多数经销商实现高速增长。本次大会强调了给经销商的利益和保障，包括1)推出9.9元专区等集约化新卖法，帮助经销商实现小动销大回报，2)加大市场和渠道的营销费用支持，3)增加缺货赔付等货品的产能、质量保障。**线下门店**，组织变革后环比实现改善，明确聚焦坚果裸散等差异化品项，实现与零食店的错位竞争；通过定制化货盘和其他渠道形成区隔，以稳定价盘。同时，线下业务补充评价经销商的“赛龙”机制，有望充分激活其作战能力。
- 产品加持丰富货盘，深化高端性价比战略。**线下的增长除了来自渠道政策给予经销商的信心外，公司产品亦积极加持，包括1)线上爆品已得到动销验证，迁移到线下的效果显著；2)通过供应链建设和自主制造实现成本领先，在强对标竞品后，终端的高端性价比优势明显；3)造品能力提升、品类边界拓展，超200款的硬折扣商品为更好的陈列打下基础。
- 蓄力备战年货旺季，线下业务目标积极。**公司坚果礼、烘焙礼、零食礼实现品类、品规、包装、价位带的多维度升级，各业务增长目标积极。公司亦给出较大力度的市场费用和渠道政策支持，并承诺保障产品交付和质量。
- 线下渠道拓展逐步深化，迈向分销百亿目标。**短期看，松鼠10月公告与爱零食、爱折扣深度合作，会上提出政策大力支持爱折扣加盟，有望充分整合各方优势，洞察门店数据并实现增量。叠加2025年春节备货前置，年货旺季可期。**长期看**，伴随生产基地与集约基地持续落地，总成本领先、全链路提效将护航高端性价比，进一步深化核心竞争力。线下渠道持续拓展，叠加开启投资并购之路，有望将本轮穿越周期沉淀的经验、现有资源与全域能力在新领域复用，再为三年目标补充动能。
- 投资建议：**预计2024~2026年归母净利润分别同比+82.6%/40.8%/33.2%，EPS为1.00/1.41/1.88元，对应PE为35/25/19X，考虑到下游渠道竞争与拓展节奏存在不确定性，维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**竞争加剧的风险；新业务拓展不及预期的风险；食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7114.58	10209.42	13316.63	17311.62
收入增长率%	-2.45	43.50	30.43	30.00
归母净利润(百万元)	219.79	401.28	564.94	752.29
利润增速%	69.85	82.58	40.78	33.16
摊薄EPS(元)	0.55	1.00	1.41	1.88
PE	64.46	35.31	25.08	18.83

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三只松鼠 (股票代码: 300783)

谨慎推荐 维持

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

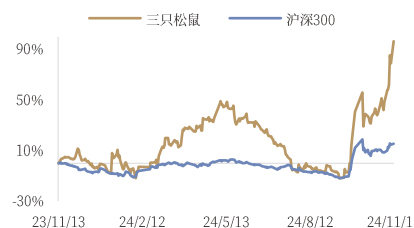
市场数据

2024-11-11

股票代码	300783
A股收盘价(元)	35.33
上证指数	3470.07
总股本(万股)	40,100
实际流通A股(万股)	27,960
流通A股市值(亿元)	99

相对沪深300表现图

2024-11-11



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_盈利能力验证改革成效，拟将经验拓向新领域
- 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_盈利能力持续提升，多重动能集中释放
- 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_高端性价比战略牵引，全领域快速增长
- 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_全品类与全渠道强化，三年两百亿可期

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4327.35	5076.85	6432.92	7799.38
现金	327.72	565.53	902.50	1340.00
应收账款	594.04	702.11	1013.85	1254.27
其它应收款	18.30	28.41	35.66	47.27
预付账款	116.54	141.05	197.42	246.21
存货	1387.64	1756.64	2400.39	3028.53
其他	1883.10	1883.10	1883.10	1883.10
非流动资产	1215.71	1338.61	1473.21	1644.33
长期投资	21.24	28.77	39.96	49.31
固定资产	506.75	485.64	465.07	442.61
无形资产	113.31	117.77	121.75	125.97
其他	574.41	706.43	846.43	1026.43
资产总计	5543.07	6415.46	7906.13	9443.72
流动负债	2760.27	3286.00	4311.73	5236.04
短期借款	300.00	300.00	200.00	100.00
应付账款	1548.47	1865.05	2617.20	3260.00
其他	911.80	1120.96	1494.53	1876.03
非流动负债	268.93	306.56	336.56	366.56
长期借款	125.00	125.00	125.00	125.00
其他	143.93	181.56	211.56	241.56
负债合计	3029.20	3592.56	4648.29	5602.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2513.87	2822.90	3257.83	3841.12
负债和股东权益	5543.07	6415.46	7906.13	9443.72

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	334.16	444.41	675.89	844.26
净利润	219.79	401.28	564.94	752.29
折旧摊销	94.85	97.27	108.20	119.35
财务费用	10.86	6.32	7.37	8.27
投资损失	-53.80	-51.05	-66.58	-86.56
营运资金变动	79.72	45.81	106.63	95.34
其它	-17.26	-55.24	-44.67	-44.43
投资活动现金流	-279.84	-113.89	-131.55	-159.49
资本支出	-68.46	-135.25	-186.94	-236.69
长期投资	-264.93	-7.52	-11.19	-9.36
其他	53.54	28.89	66.58	86.56
筹资活动现金流	99.89	-90.95	-207.37	-247.27
短期借款	250.00	0.00	-100.00	-100.00
长期借款	-74.00	0.00	0.00	0.00
其他	-76.11	-90.95	-107.37	-147.27
现金净增加额	153.41	237.81	336.97	437.50

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7114.58	10209.42	13316.63	17311.62
营业成本	5454.93	7724.18	9964.19	12933.52
营业税金及附加	45.40	65.34	85.82	110.94
营业费用	1237.52	1829.53	2357.04	3029.53
管理费用	227.46	224.61	332.92	380.86
财务费用	5.68	6.32	7.37	8.27
资产减值损失	-14.29	0.82	0.53	0.67
公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.80	51.05	66.58	86.56
营业利润	278.13	528.71	762.91	1030.94
营业外收入	40.91	52.02	50.00	50.00
营业外支出	5.41	7.48	5.86	6.25
利润总额	313.64	573.26	807.05	1074.70
所得税	93.85	171.98	242.12	322.41
净利润	219.79	401.28	564.94	752.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	219.79	401.28	564.94	752.29
EBITDA	333.94	676.86	922.63	1202.32
EPS (元)	0.55	1.00	1.41	1.88

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-2.45%	43.50%	30.43%	30.00%
营业利润	56.67%	90.10%	44.30%	35.13%
归属母公司净利润	69.85%	82.58%	40.78%	33.16%
毛利率	23.33%	24.34%	25.17%	25.29%
净利率	3.09%	3.93%	4.24%	4.35%
ROE	8.74%	14.22%	17.34%	19.59%
ROIC	5.45%	11.97%	15.18%	17.76%
资产负债率	54.65%	56.00%	58.79%	59.33%
净负债比率	9.23%	0.08%	-12.42%	-23.75%
流动比率	1.57	1.54	1.49	1.49
速动比率	0.35	0.40	0.46	0.51
总资产周转率	1.41	1.71	1.86	2.00
应收账款周转率	14.40	15.75	15.52	15.27
应付账款周转率	4.18	4.53	4.45	4.40
每股收益	0.55	1.00	1.41	1.88
每股经营现金	0.83	1.11	1.69	2.11
每股净资产	6.27	7.04	8.12	9.58
P/E	64.46	35.31	25.08	18.83
P/B	5.64	5.02	4.35	3.69
EV/EBITDA	22.37	20.93	14.92	11.02
P/S	1.99	1.39	1.06	0.82

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn