

百亿目标顺利实现

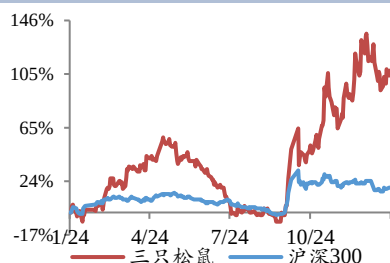
——三只松鼠 24Q4 预告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-01-21

收盘价（元）	35.68
近 12 个月最高/最低（元）	42.88/14.54
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
流通股比例（%）	69.72
总市值（亿元）	143
流通市值（亿元）	100

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

- 公司发布 2024 年报预告：
- 24Q4：预计营业收入 30.31-36.31 亿元（+19.68%-43.37%），归母净利润 0.59-0.79 亿元（+17.21%-57.08%），扣非归母净利润 0.33-0.63 亿元（+108.52%-295.84%）。
- 24 年：预计营业收入 102-108 亿元（+43.37%-51.80%），归母净利润 4.0-4.2 亿元（+81.99%-91.09%），扣非归母净利润 3.0-3.3 亿元（+195.31%-224.84%）。
- 24Q4 收入利润略超市场预期，全年营收下限已达百亿目标。

● 24Q4 收入：超预期预计源自抖音及线下渠道

- 由于业绩预告未披露分渠道趋势，我们对线上/线下渠道进行粗略拆分。①线上渠道我们预计 24Q4 营收同比增速达 25% 左右，抖音为线上增长主要驱动来源。参考久谦与蝉妈妈，天猫/京东/抖音 24Q4 GMV 分别同比+18.9%/+24.6%/+71.6%。抖音渠道通过贾乃亮代言，头部达人直播间 24Q4 贡献 GMV 达 1.95 亿元，并通过推出 40 元性价比礼盒持续拥抱性价比消费潮流，最终在高基数下实现可观增长。②线下渠道我们预计 24Q4 营收同比增速超过 40%，快于 24Q3，主因公司线下渠道改革于 24 年 9 月底初步落地。参考渠道反馈，公司所打造的 9.9 元产品系列获得经销商良好认可，我们预计公司线下渠道贡献进一步提升，营收占比有望达到 30%。
- 分品牌看，24 年公司除有效推进供应链与全渠道改革外，多品牌矩阵亦初见成效。其中，小鹿蓝蓝完成 10 亿目标，并加快布局和孵化如超大碗（方便速食）、东方颜究生（中式滋补）、巧可果（巧克力）、围裙阿姨（预制菜）等新品牌。

● 24Q4 利润：盈利能力延续提升

- 以预告中值计，公司 24Q4 净利率达 2.07%，同比提升 0.09pct，全年净利率达 3.90%，同比提升 0.82pct。我们预计公司收入高增与盈利提升源自向上拓展供应链和内部组织效率提升，毛利率和管理费率皆有改善。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

24 年公司在产品、渠道、供应链及组织多重改革下，顺利达成百亿营收目标，25 年我们预计公司的线上“D+N”战略与线下分销改革将持续，同时公司另有收购爱折扣与爱零食切入硬折扣业态，营收仍有额外增量空间。

盈利预测：我们维持原有盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 104.07/138.91/177.45 亿元，同比+46.3%/33.5%/27.7%；实现归母净利润 4.07/5.80/8.60 亿元，同比+85.2%/42.6%/48.3%；当前股价对应 PE 分别为 35/25/17 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

渠道改革不及预期，成本风险，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7115	10407	13891	17745
收入同比 (%)	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
归属母公司净利润	220	407	580	860
净利润同比 (%)	69.9%	85.2%	42.6%	48.3%
毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
ROE (%)	8.7%	14.8%	18.9%	24.3%
每股收益 (元)	0.55	1.01	1.45	2.15
P/E	32.82	35.16	24.65	16.63
P/B	2.88	5.21	4.67	4.04
EV/EBITDA	22.37	24.87	17.41	11.78

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 1 月 21 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	4327	5553	6962	8656	
现金	328	269	350	618	
应收账款	594	869	1160	1482	
其他应收款	18	27	36	46	
预付账款	117	170	226	287	
存货	1388	2028	2694	3423	
其他流动资产	1883	2189	2495	2801	
非流动资产	1216	1274	1315	1334	
长期投资	21	21	21	21	
固定资产	507	548	569	583	
无形资产	113	108	103	98	
其他非流动资产	574	596	621	631	
资产总计	5543	6826	8277	9990	
流动负债	2760	3814	4946	6185	
短期借款	300	300	300	300	
应付账款	1548	2264	3007	3819	
其他流动负债	912	1251	1639	2066	
非流动负债	269	267	267	267	
长期借款	125	125	125	125	
其他非流动负债	144	142	142	142	
负债合计	3029	4081	5212	6452	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	401	401	401	401	
资本公积	514	523	523	523	
留存收益	1599	1821	2140	2614	
归属母公司股东权	2514	2745	3065	3538	
负债和股东权益	5543	6826	8277	9990	

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	334	135	308	571
净利润	220	407	580	860
折旧摊销	95	34	48	51
财务费用	11	16	16	16
投资损失	-54	-79	-105	-134
营运资金变动	80	-198	-196	-187
其他经营现金流	123	560	741	1012
投资活动现金流	-280	32	51	100
资本支出	-68	-24	-54	-34
长期投资	-265	0	0	0
其他投资现金流	54	57	105	134
筹资活动现金流	100	-224	-277	-403
短期借款	250	0	0	0
长期借款	-74	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	45	10	0	0
其他筹资现金流	-121	-233	-277	-403
现金净增加额	153	-59	81	267

资料来源：wind，华安证券研究所

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7115	10407	13891	17745
营业成本	5455	7974	10592	13455
营业税金及附加	45	62	76	98
销售费用	1238	1780	2375	2963
管理费用	227	281	375	461
财务费用	6	9	10	8
资产减值损失	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	79	105	134
营业利润	278	507	738	1112
营业外收入	41	41	41	41
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	314	543	774	1147
所得税	94	136	193	287
净利润	220	407	580	860
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	407	580	860
EBITDA	334	586	832	1207
EPS（元）	0.55	1.01	1.45	2.15

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
营业利润	56.7%	82.3%	45.6%	50.6%
归属于母公司净利	69.9%	85.2%	42.6%	48.3%
获利能力				
毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
净利率 (%)	3.1%	3.9%	4.2%	4.8%
ROE (%)	8.7%	14.8%	18.9%	24.3%
ROIC (%)	5.5%	12.6%	16.4%	21.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.6%	59.8%	63.0%	64.6%
净负债比率 (%)	120.5%	148.6%	170.1%	182.4%
流动比率	1.57	1.46	1.41	1.40
速动比率	0.35	0.31	0.32	0.35
营运能力				
总资产周转率	1.41	1.68	1.84	1.94
应收账款周转率	14.40	14.23	13.69	13.44
应付账款周转率	4.18	4.18	4.02	3.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	1.01	1.45	2.15
每股经营现金流 (摊)	0.83	0.34	0.77	1.42
每股净资产	6.27	6.85	7.64	8.82
估值比率				
P/E	32.82	35.16	24.65	16.63
P/B	2.88	5.21	4.67	4.04
EV/EBITDA	22.37	24.87	17.41	11.78

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。