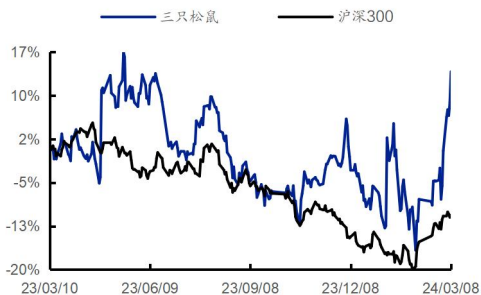


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

破茧成蝶，打破流量困局，转型初显成效

——三只松鼠(300783)公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/03/08

表现	1M	3M	12M
三只松鼠	23.4%	17.2%	10.3%
沪深300	5.3%	4.3%	-12.1%

市场数据

2024/03/08

当前价格(元)	21.78
52周价格区间(元)	14.68-22.60
总市值(百万)	8,733.78
流通市值(百万)	6,106.75
总股本(万股)	40,100.00
流通股本(万股)	28,038.35
日均成交额(百万)	343.45
近一月换手(%)	3.93

相关报告

《三只松鼠(300783)点评报告:明确“高端性价比”战略,试水自有品牌零食店(增持)*休闲食品*薛玉虎,刘浩铭》——2023-08-04

投资要点:

- “高端性价比”战略持续验证,公司收入迎来拐点。**复盘三只松鼠的发展历程,公司自2012年成立以来,受益于传统电商渠道发展红利,收入持续增长,于2019年达到百亿收入的顶峰,之后伴随新兴渠道的崛起和流量的分化,公司进入了调整改革期。2022年,公司确立“让坚果和健康食品普及大众”的新使命,“人人吃得起,处处买得到”的愿景,2022年年底,公司进一步将该愿景明确为“高端性价比”的长期战略,在该战略的牵引下,公司构建了“全品类、全渠道”的全新基本盘,收入迎来拐点。2023Q3实现营业收入16.89亿元,同比+38.56%;归母净利润为0.16亿元,同比+40.86%。2024年货节表现亮眼,在销售时间进程三分之二时,公司全渠道销售已超去年年货节全周期总额。
- 重视“品销合一”,实现品类领先。**2022年,公司提出“品销合一”新战略,即以销为龙头,以品类为核心,打通运营、产品、货品、质量、物流等供应链端口,通过全链路运营优化实现品类领先。以线上渠道为例,公司从以往的重视“店铺运营”转向重视“品类运营”,过去是流量运营和店铺运营逻辑,以店铺为单位,通过超高性价比的产品引流,并促进其他产品的连带销售。而近年来,流量规则及消费习惯正在发生改变,人群分层导致连带消费占比降低,消费者更加注重性价比,单拍占比更高。因此公司更加突出以SPU单品运营的逻辑,弱化满减促销,向消费者提供更加高质价优的硬折扣产品,根据消费者的选择,优化对应大单品的供应链路。
- 推进以坚果为核心的供应链全链路优化,构建“一品一链”供应链能力。**“高端性价比”的本质是为消费者提供更加质高价优和丰富的零食,主要通过供应链全链路的优化确保产品品质的同时实现利润的溢出,并将这部分利润让渡给消费者,从而实现高质的同时兼具性价比。“一品一链”是指一个产品对应一个链条,把链条上的每个环节拆开,重新梳理整条价值链,实现精准控费。具体来看:1)制造端:公司从2022年4月起涉足自主制造,当前已自主投资建设每日坚果、夏威夷果、碧根果等示范工厂,坚果品类已基本实现自主生产,自有工厂投产以来,每日坚果单盒降本约8%,夏威夷果成品良率显著改善,我们预计后续仍将享受规模效应带来的降本增效。2)采购端:与行业全球知名企业或农场直接合作,如全球第一大蔓越莓农场Ocean Spray、全球第一大开心果农场Wonderful、全球第一大碧根果农场Easterlin、全球知名夏威夷果农场Golden等,通过原料一产集采,实现规模效应;3)代工端:先

洞察消费者需求，然后反向根据需求联动供应商进行全链路的优化，深入参与供应链，打造极致性价比的单品；4) 交付端：在自有仓储业务基础上，积极探索产地仓和云仓模式，联合上游多家供应商推动工厂直发，进一步降本增效。

- **线上聚焦抖音等新兴渠道，线下重视分销和零食量贩门店。**公司线上主要发力短直渠道（抖音、快手）、私域、社团等新兴渠道，并优化天猫、京东等核心渠道的品类和运营策略。2024 年年货节期间，公司在传统电商阿里和京东持续引领行业，远超 2-3 名之和。据蝉妈妈数据，今年 1、2 月公司抖音销售收入突破 10 亿，同比增长超 3 倍，远超其他零食品牌。公司线下聚焦分销改革和门店拓展，分销端构建和稳固线下日销品销售网络，推动淡季产品销售；门店端优化传统店型，贯彻高端性价比战略，积极开拓社区零食店，据央广网，公司零食量贩店数量由去年 10 月 70 家增长为今年 1 月的 180 家。对比其他零食企业，公司无论是经销商数量，网点数量，还是线下门店数量仍处于较低水平，在“高端性价比”战略引导的全渠道全品类发展思路的引导下，我们预计公司线下业务未来存有较大的优化空间。
- **盈利预测和投资评级：**公司坚定执行“高端性价比”总战略，在“全渠道、全品类”布局中，聚焦做强新兴渠道与聚焦做强坚果和零食大单品，通过品销合一做到了“链路更短、工具更先进、组织更协同”，我们预计未来几年公司改革有望持续兑现在收入和业绩端。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 68.08/100.97/116.02 亿元，分别同比变动 -7%/+48%/+15%，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.05/3.66/4.45 亿元，分别同比增长 59%/78%/22%，对应 PE 分别为 43/24.11/19.80X，鉴于公司内部改革变化明显，根据公司业绩预告我们上调盈利预测，上调至“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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7293	6808	10097	11602
增长率(%)	-25	-7	48	15
归母净利润（百万元）	129	205	366	445
增长率(%)	-69	59	78	22
摊薄每股收益（元）	0.32	0.51	0.91	1.11
ROE(%)	6	8	13	14
P/E	67.09	43.00	24.11	19.80
P/B	3.67	3.59	3.13	2.70
P/S	1.18	1.29	0.87	0.76
EV/EBITDA	31.45	26.99	15.84	13.39

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:	21.78		投资评级:	买入		日期:	2024/03/08	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	6%	8%	13%	14%	EPS	0.32	0.51	0.91	1.11				
毛利率	27%	25%	25%	25%	BVPS	5.84	6.12	7.03	8.14				
期间费率	25%	22%	21%	21%	估值								
销售净利率	2%	3%	4%	4%	P/E	67.09	43.00	24.11	19.80				
成长能力					P/B	3.67	3.59	3.13	2.70				
收入增长率	-25%	-7%	48%	15%	P/S	1.18	1.29	0.87	0.76				
利润增长率	-69%	59%	78%	22%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.61	1.56	1.56	1.84	营业收入	7293	6808	10097	11602				
应收账款周转率	18.50	44.28	16.99	38.37	营业成本	5343	5140	7528	8685				
存货周转率	6.81	5.83	4.36	6.83	营业税金及附加	48	37	58	67				
偿债能力					销售费用	1533	1259	1767	2007				
资产负债率	48%	44%	56%	48%	管理费用	283	218	363	418				
流动比	1.80	1.98	1.55	1.81	财务费用	8	5	8	5				
速动比	0.33	0.19	0.34	0.57	其他费用/(-收入)	38	34	53	60				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	178	256	517	591				
现金及现金等价物	191	120	479	1193	营业外净收支	23	37	13	58				
应收款项	394	159	597	309	利润总额	200	293	529	649				
存货净额	1071	1168	2317	1698	所得税费用	71	88	164	204				
其他流动资产	1660	1649	1709	1710	净利润	129	205	366	445				
流动资产合计	3317	3096	5102	4909	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	522	508	537	542	归属于母公司净利润	129	205	366	445				
在建工程	275	336	388	438	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	416	419	424	418	经营活动现金流	73	145	278	686				
长期股权投资	6	8	8	9	净利润	129	205	366	445				
资产总计	4536	4367	6458	6316	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	50	25	225	275	折旧摊销	158	133	120	116				
应付款项	1063	905	2141	1368	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-149	-105	-120	269				
其他流动负债	732	636	927	1062	投资活动现金流	-185	-89	-110	-11				
流动负债合计	1846	1566	3292	2705	资本支出	-212	-143	-185	-99				
长期借款及应付债券	199	199	199	199	长期投资	3	-1	-1	-1				
其他长期负债	148	148	148	148	其他	24	54	76	89				
长期负债合计	347	347	347	347	筹资活动现金流	-134	-127	191	38				
负债合计	2192	1913	3639	3051	债务融资	47	-25	200	50				
股本	401	401	401	401	权益融资	0	-30	0	0				
股东权益	2343	2454	2820	3265	其它	-181	-72	-9	-12				
负债和股东权益总计	4536	4367	6458	6316	现金净增加额	-247	-72	360	714				

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，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十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。

【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。