

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

三只松鼠(300783)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

性价比战略牵引，全渠道经营向上

2024年4月17日

事件: 三只松鼠发布 2024 年一季度报告, 2024Q1 公司实现营收 36.46 亿元, 同比+91.83%, 实现归母净利润 3.08 亿元, 同比增长 60.80%, 实现扣非净利润 2.63 亿元, 同比增长 92.84%。

点评:

- **高端性价比战略牵引，全渠道延续放量可期。** 抖音渠道快速放量、24 年年货礼盒热销以及四款坚果品类进入量贩零食验证性价比战略成效, 推动公司收入连续三个季度高速增长。市场质疑公司抖音和年货增长的持续性, 我们认为公司本轮渠道放量是由供应链优化(自产率提升、原材料直采等)支撑高端性价比战略实现逻辑闭环的成果体现, 高性价比产品契合全渠道, 高端性价比战略有望驱动公司全渠道经营向上。
- **盈利能力提升表明公司供应链持续优化及内部管理提效的成果。** 24Q1 公司实现毛利率 27.4%, 同比略微下降 0.87pct, 核心品类毛利率保持稳定, 管理费用率为 1.3%, 下降 1.9pct, 实现扣非归母净利率 7.2%, 同比+0.04pct, 利润率兑现打消市场对于性价比战略下盈利能力的担忧, 亦表明公司供应链优化及内部管理提效的成果。
- **此轮零售变革的驱动主要在于供求关系的变化倒逼产业链效率的提升, 从而实现前端性价比产品的供应, 率先完成供应链效率和渠道效率提升的公司有望实现竞争壁垒的提升。** 对于三只松鼠而言, 抖音等渠道放量且盈利能力提升表明公司完成了供应链优化支撑性价比战略驱动前端渠道放量的逻辑闭环。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 高端性价比战略牵引下, 公司收入端有望延续快速增长, 线上抖音打开规模入口, “抖+N”策略下有望拉动线上全平台增速向上; 线下渠道, 年货礼盒已经验证公司在坚果品类的品牌心智及性价比战略的成效, 线下日销渠道未来快速增长亦可期。利润端, 供应链持续优化及规模效应下, 公司盈利能力亦有望持续向上。我们预计公司 24-26 年每股收益为 1.02、1.52、2.06 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 坚果等原材料涨价、线上竞争加剧、线下网点扩张不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,293	7,115	10,468	13,939	16,999
增长率 YoY %	-25.4%	-2.4%	47.1%	33.1%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	129	220	410	608	827
增长率 YoY %	-68.5%	69.9%	86.7%	48.2%	36.1%
毛利率%	26.7%	23.3%	23.2%	23.1%	23.0%
净资产收益率ROE%	5.5%	8.7%	14.0%	17.6%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.02	1.52	2.06
市盈率 P/E(倍)	70.78	41.67	22.32	15.06	11.07
市净率 P/B(倍)	3.91	3.64	3.13	2.65	2.19

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 16 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,317	4,327	5,052	6,102	7,571	
货币资金	171	328	783	1,268	2,561	
应收票据	0	0	4	6	7	
应收账款	394	594	727	852	944	
预付账款	81	117	402	482	524	
存货	1,071	1,388	1,005	1,191	1,091	
其他	1,600	1,901	2,131	2,303	2,444	
非流动资产	1,219	1,216	1,168	1,155	1,120	
长期股权投资	6	21	21	22	22	
固定资产(合计)	522	507	504	486	453	
无形资产	109	113	110	106	103	
其他	582	574	533	541	543	
资产总计	4,536	5,543	6,221	7,257	8,692	
流动负债	1,846	2,760	3,101	3,579	4,253	
短期借款	50	300	300	300	300	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,063	1,548	1,787	2,025	2,472	
其他	732	912	1,014	1,254	1,480	
非流动负债	347	269	191	221	251	
长期借款	199	125	51	51	51	
其他	148	144	140	170	200	
负债合计	2,192	3,029	3,292	3,800	4,503	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,344	2,514	2,929	3,457	4,188	
负债和股东权益	4,536	5,543	6,221	7,257	8,692	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,293	7,115	10,468	13,939	16,999	
同比(%)	-	-2.4%	47.1%	33.1%	22.0%	
归属母公司净利润	129	220	410	608	827	
同比(%)	-	69.9%	86.7%	48.2%	36.1%	
毛利率(%)	26.7%	23.3%	23.2%	23.1%	23.0%	
ROE%	5.5%	8.7%	14.0%	17.6%	19.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.55	1.02	1.52	2.06	
P/E	70.78	41.67	22.32	15.06	11.07	
P/B	3.91	3.64	3.13	2.65	2.19	
EV/EBITDA	31.45	22.37	14.44	8.81	5.74	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,293	7,115	10,468	13,939	16,999	
营业成本	5,343	5,455	8,040	10,719	13,089	
营业税金及附加	48	45	65	81	90	
销售费用	1,533	1,238	1,675	2,160	2,550	
管理费用	283	227	325	390	425	
研发费用	38	25	31	42	51	
财务费用	8	6	6	-7	-18	
减值损失合计	-3	-14	2	2	2	
投资净收益	56	54	79	102	121	
其他	85	120	115	125	136	
营业利润	178	278	522	782	1,070	
营业外收支	23	36	25	29	33	
利润总额	200	314	547	811	1,103	
所得税	71	94	137	203	276	
净利润	129	220	410	608	827	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	129	220	410	608	827	
EBITDA	280	334	609	946	1,233	
EPS(当年)(元)	0.32	0.55	1.02	1.52	2.06	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	73	334	534	530	1,314	
净利润	129	220	410	608	827	
折旧摊销	158	95	56	142	148	
财务费用	14	11	14	13	13	
投资损失	-56	-54	-79	-102	-121	
营运资金变动	-149	80	165	-87	498	
其它	-22	-17	-33	-44	-51	
投资活动现金流	-185	-280	73	18	59	
资本支出	-212	-68	24	-74	-52	
长期投资	3	-265	-30	0	0	
其他	24	54	79	92	111	
筹资活动现金流	-134	100	-151	-63	-80	
吸收投资	0	0	6	0	0	
借款	967	1,630	-74	0	0	
支付利息或股息	-93	-67	-14	-93	-110	
现金流净增加额	-247	153	456	485	1,293	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。