

费率优化大超预期

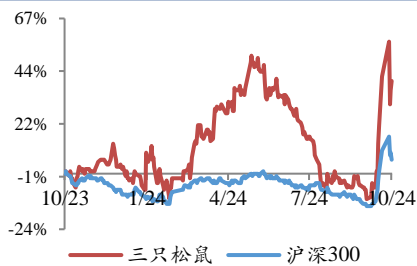
——三只松鼠 24Q3 预告点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-11

收盘价（元）	25.01
近 12 个月最高/最低（元）	30.38/14.54
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）	100
流通市值（亿元）	70

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

相关报告

- 三只松鼠 24Q2：线上全局高增，效率提升 2024-08-30
- 三只松鼠 24Q2 点评：线上高增，盈利改善 2024-07-18
- 三只松鼠：高端性价比转型可期 2024-06-07

主要观点：

● 公司发布 24 年三季报业绩预告：

- **24Q3**：预计实现归母净利润 0.48-0.52 亿（+200.45%-224.81%），扣非归母净利润 0.34-0.41 亿（+175.65%-233.60%）。
- **24Q1-Q3**：预计实现归母净利润 3.38-3.42 亿（+99.13-101.43%），扣非归母净利润 2.62-2.69 亿（+206.74-214.92%）。
- **24Q3 业绩大超市场预期。**

● 收入：D+N 全渠道协同，线上增长稳健

- 我们预计公司 24Q3 营收同比增长 20%+。其中，线上渠道营收预计同比增长约 20%~25%；线下渠道在低基数下，预计营收同比增长快于线上。分渠道看：
- **线上渠道：D+N 战略持续生效，盘活传统电商渠道。**据第三方数据，线上渠道中抖音 24Q3 在高基数下实现 GMV 约 4.8 亿（+38%），传统电商渠道（天猫+京东）预计 GMV 同比增长约 15%。
- **线下渠道：**公司聚焦 105 款日销品，已完成首轮铺市，市场反响良好，有望在 24Q4 贡献额外增量。

● 利润：多管齐下盈利提升

- 以 24Q3 营收同比增长 20%及预告中值测算，公司 24Q3 净利率 2.47%，同比+1.5pct，扣非净利率 1.85%，同比+1.1pct。我们预计公司盈利能力提升主要源自供应链提效+规模效应降低费率+组织变革提效。

● 投资建议：维持“买入”

➢ 我们的观点：

- 公司积极拥抱性价比消费趋势，全年百亿营收目标无虞。如我们前期深度报告所述，公司线上全渠道协同，抖音渠道积极拉动传统电商，整体份额持续向上；线下分销改革性价比方向明确，未来有望贡献额外增量。盈利端，供应链提效与组织变革持续兑现，叠加规模效应持续优化费率，公司 26 年达成中长期净利率目标（5%）可期。

盈利预测：考虑到公司费率优化超预期，上调前期盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 104.07/138.91/177.45 亿元，同比+46.3%/+33.5%/+27.7%；实现归母净利润 4.07/5.81/8.61 亿元（前值 3.76/5.80/8.60），同比+85.2%/+42.7%/+48.2%；当前股价对应 PE 分别为 24.64/17.27/11.65 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示:**

线下分销改革不及预期, 供应链提效不及预期, 组织架构改革不及预期, 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	581	861
净利润同比 (%)	69.9%	85.2%	42.7%	48.2%
毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
ROE (%)	8.7%	14.9%	19.0%	24.4%
每股收益 (元)	0.55	1.01	1.45	2.15
P/E	32.82	24.64	17.27	11.65
P/B	2.88	3.67	3.28	2.84
EV/EBITDA	22.37	17.51	12.23	8.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 11 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4327	5584	6993	8687	营业收入	7115	10407	13891	17745
现金	328	300	382	649	营业成本	5455	7974	10592	13455
应收账款	594	869	1160	1482	营业税金及附加	45	62	76	98
其他应收款	18	27	36	46	销售费用	1238	1780	2375	2963
预付账款	117	170	226	287	管理费用	227	281	375	461
存货	1388	2028	2694	3423	财务费用	6	9	9	8
其他流动资产	1883	2189	2495	2801	资产减值损失	-14	0	0	0
非流动资产	1216	1233	1275	1293	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	54	79	105	134
固定资产	507	548	569	583	营业利润	278	507	739	1112
无形资产	113	108	103	98	营业外收入	41	41	41	41
其他非流动资产	574	556	581	591	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	5543	6817	8268	9981	利润总额	314	543	774	1148
流动负债	2760	3815	4946	6186	所得税	94	136	194	287
短期借款	300	300	300	300	净利润	220	407	581	861
应付账款	1548	2264	3007	3819	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	912	1251	1639	2066	归属母公司净利润	220	407	581	861
非流动负债	269	267	267	267	EBITDA	334	586	832	1207
长期借款	125	125	125	125	EPS (元)	0.55	1.01	1.45	2.15
其他非流动负债	144	142	142	142					
负债合计	3029	4081	5213	6453					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	401	401	401	401					
资本公积	514	513	513	513					
留存收益	1599	1821	2141	2614					
归属母公司股东权益	2514	2735	3055	3528					
负债和股东权益	5543	6817	8268	9981					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	334	142	308	571	成长能力				
净利润	220	407	581	861	营业收入	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
折旧摊销	95	34	48	51	营业利润	56.7%	82.3%	45.7%	50.5%
财务费用	11	16	16	16	归属于母公司净利润	69.9%	85.2%	42.7%	48.2%
投资损失	-54	-79	-105	-134	获利能力				
营运资金变动	80	-198	-196	-187	毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
其他经营现金流	123	566	742	1013	净利率 (%)	3.1%	3.9%	4.2%	4.9%
投资活动现金流	-280	66	51	100	ROE (%)	8.7%	14.9%	19.0%	24.4%
资本支出	-68	-24	-54	-34	ROIC (%)	5.5%	12.7%	16.4%	21.4%
长期投资	-265	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	54	91	105	134	资产负债率 (%)	54.6%	59.9%	63.1%	64.6%
筹资活动现金流	100	-233	-277	-404	净负债比率 (%)	120.5%	149.2%	170.6%	182.9%
短期借款	250	0	0	0	流动比率	1.57	1.46	1.41	1.40
长期借款	-74	0	0	0	速动比率	0.35	0.32	0.32	0.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	45	-1	0	0	总资产周转率	1.41	1.68	1.84	1.94
其他筹资现金流	-121	-233	-277	-404	应收账款周转率	14.40	14.23	13.69	13.44
现金净增加额	153	-28	81	267	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 (摊薄)	0.83	0.35	0.77	1.42
					每股净资产	6.27	6.82	7.62	8.80
					估值比率				
					P/E	32.82	24.64	17.27	11.65
					P/B	2.88	3.67	3.28	2.84
					EV/EBITDA	22.37	17.51	12.23	8.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

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，曾任职于广银理财。

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。