

三只松鼠(300783.SZ)

全品类全渠道经营，打造高端性价比

推荐（首次）

股价：28.95元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.3songshu.com
大股东/持股	章燎源/40.37%
实际控制人	章燎源
总股本(百万股)	401
流通A股(百万股)	280
流通B/H股(百万股)	.
总市值(亿元)	116
流通A股市值(亿元)	81
每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	38.9

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



平安观点：

- **三只松鼠：磨砺出锋芒，先锋立潮头。**三只松鼠成立于2012年，前期借助互联网渠道迅速崛起。在面对电商平台去中心化导致的营收负增长时，公司及时进行战略转型，2022年底首次提出走“高端性价比”之路。同时也逐步拓展线下门店，发力线下分销，实现线上线下融合发展。当前，公司已成为一家“全品类+全渠道”经营的企业，向消费者提供“高端性价比”的坚果和好零食。
- **零食行业：行业景气度延续，新渠道新产品孕育新机遇。**我国休闲零食行业规模化始于上世纪90年代，根据灼识咨询，在2023年我国零食行业市场规模已达1.27万亿元，预计2028年将超1.6万亿元。渠道端，量贩零食集合店、会员商超、新兴电商渠道、传统商超渠道等为满足消费者质价比需求，正在不断重塑行业渠道新格局；量贩零食连锁竞争进入下半程，随着三只松鼠收购入局，三分天下格局或将形成。产品端，制造型企业新品红利不断释放，抢占消费者心智，成为行业后续核心动能。
- **高端性价比：重构供应链路，牵引内外部变革。**2022年底公司在行业内率先提出“高端性价比”战略，并依托此战略顺利走出困境周期。“高端性价比”是指通过对全链路、全要素的整合重组，在总成本领先的基础条件下，实现产品更高品质，更有差异化、价格更亲民。在新战略的引领下，公司通过“一品一链”的供应链管理新模式，重新梳理价值链，做强一批大单品；通过“品销合一”的协同价值观，做强新组织。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293	7,115	10,466	13,608	17,711
YOY(%)	-25.4	-2.4	47.1	30.0	30.2
净利润(百万元)	129	220	409	535	740
YOY(%)	-68.6	70.3	86.1	30.8	38.4
毛利率(%)	26.7	23.3	23.6	23.4	23.2
净利率(%)	1.8	3.1	3.9	3.9	4.2
ROE(%)	5.5	8.7	14.8	17.3	20.9
EPS(摊薄/元)	0.32	0.55	1.02	1.33	1.85
P/E(倍)	90.0	52.8	28.4	21.7	15.7
P/B(倍)	5.0	4.6	4.2	3.8	3.3

- **全渠道：线上渠道势能不减，线下分销正式发力。**在线上，公司依托“D+N”全渠道协同体系，短视频电商定位“新品类发动机”，主动打造爆品，2024H1，抖音营收贡献达 12.24 亿元，同比增长 180.73%，并在货架电商有效承接，带动综合电商稳步增长。在线下，2024 年 5 月公司召开全域生态大会，发布了新的区域分销模式，提出百万终端，百亿规模的“双百目标”。公司重点聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造。24H1 整体分销业务营业收入 6.69 亿元，同比增长超 100%。同时公司重新构建线下门店体系，宣布开放全新线下店型加盟，面积要求更宽松，初始投资额更低。此外，24 年 10 月，公司公告收购爱零食与爱折扣，完善硬折扣社区业态的全面布局。
- **全品类：持续推陈出新，全链路优化打造大单品。**坚果是三只松鼠的核心品类，24H1 坚果品类实现营收 27.60 亿元，占比 54.38%。同时，在“高端性价比”总战略牵引下，公司加速零食产品上新，为全渠道适配并经营全品类零食，24H1 累计上线超 1000 款 SKU。公司加快布局多品牌矩阵，旗下的婴童食品品牌“小鹿蓝蓝”快速发展，根据公司 2024 年度业绩预告，小鹿蓝蓝 2024 年销售近 10 亿元并实现较好盈利。公司同时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，多品牌矩阵布局初步形成。
- **盈利预测与投资建议：**公司当前在“高端性价比”总战略牵引下，已顺利走出困境周期，未来通过“D+N”全渠道协同和构建“全品类”产品矩阵，有望实现线上销售稳健，线下分销放量。在不考虑外延并购的情况下，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.09/5.35/7.40 亿元，同比增长 86.1%/30.8%/38.4%，对应的 EPS 分别为 1.02/1.33/1.85 元，当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 28.4、21.7、15.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) **线下渠道拓展不及预期：**目前公司正在积极发力线下分销，不断探索新的模式，线下渠道拓展的成效存在一定的不确定性的；2) **线上竞争加剧：**公司线上销售占比仍高，若未来各品牌线上竞争加剧，公司的销量将会受到一定挑战；3) **食品安全风险：**零食生产过程涉及多个环节，从原材料采购、加工、包装到储存和运输，一旦发生食品安全事故，不仅会损害消费者健康，企业还将面临法律责任、巨额赔偿和声誉受损等严重后果；4) **原材料价格超预期上行：**目前产品成本占公司总成本较高，成本端变化具有一定的不确定性，若主要原材料价格上涨，将对公司盈利能力造成压力；5) **消费者需求变化风险：**消费者的口味和偏好不断变化，对零食的需求日益多元化、个性化和健康化。如果企业不能及时洞察并适应这些变化，推出符合消费者需求的产品，就可能导致产品滞销，市场份额被竞争对手抢占。

正文目录

一、 三只松鼠：磨砺出锋芒，先锋立潮头	6
1.1 发展历程：敢为人先，勇立潮头	6
1.2 股权架构集中，激励机制明晰	7
二、 零食行业：行业景气度延续，新渠道新产品孕育新机遇	9
2.1 市场规模已达万亿，百花齐放格局分散	9
2.2 渠道红利β仍在，新品红利持续释放	10
三、 高端性价比：重构供应链路，牵引内外部变革	12
3.1 高端性价比，质优价更低	12
3.2 “一品一链”供应链管理新模式，重新梳理价值链	12
3.3 “品销合一”协同价值观，做强新组织	13
四、 全渠道：线上渠道势能不减，线下分销正式发力	14
4.1 抖音为核心引擎，D+N 赋能全渠道	14
4.2 重构线下分销，升级门店模型	16
五、 全品类：持续推陈出新，全链路优化打造大单品	17
5.1 坚果销量领先，拓展全品类零食	17
5.2 多品牌矩阵布局，扩大经营范围	19
5.3 秉持创新精神，引领行业技术前沿	20
六、 盈利预测与估值	20
七、 风险提示	21

图表目录

图表 1	三只松鼠发展历程	6
图表 2	三只松鼠近年来营业收入及同比增速	7
图表 3	三只松鼠近年来归母净利润及同比增速	7
图表 4	三只松鼠近年来加权资产收益率	7
图表 5	三只松鼠近年来销售净利率	7
图表 6	三只松鼠股权结构（截止 2024 年三季报）	8
图表 7	两套激励方案对比	8
图表 8	中国零食市场规模	9
图表 9	各国休闲食品平均消费额	9
图表 10	近年来休闲食品相关上市公司营业收入	10
图表 11	2022 中国零食行业各品类占比	10
图表 12	量贩零食集合店市场规模及增速	11
图表 13	零食很忙门店数量及增速	11
图表 14	代表性零食企业 2024 年产品端情况	11
图表 15	三只松鼠经营模式	12
图表 16	三只松鼠与全球顶级原料供应商合作	13
图表 17	三只松鼠云南种植基地	13
图表 18	三只松鼠生产端布局情况	13
图表 19	公司近年来管理费用率变化	14
图表 20	员工人数及人均创利	14
图表 21	线上收入与线下收入对比	14
图表 22	三只松鼠线上销售额	14
图表 23	三只松鼠线上渠道营收占比变化	15
图表 24	三只松鼠抖音直播间	15
图表 25	2024 年 1 月-11 月抖音达人投放情况	15
图表 26	抖音达人合作案例	15
图表 27	抖音渠道大单品策略	15
图表 28	高端性价比单品实例	15
图表 29	线下渠道占比变化	16
图表 30	经销商数量变化（家）	16
图表 31	门店数量变化（家）	16
图表 32	2024 年最新加盟账单	17
图表 33	最新五种门店类型	17
图表 34	三只松鼠收购爱零食与爱折扣	17
图表 35	爱零食、爱折扣 x 三只松鼠品销赋能制定会	17
图表 36	三只松鼠产品矩阵	18

图表 37	中国婴幼儿零辅食市场规模及增速	20
图表 38	小鹿蓝蓝营业收入及增速	20
图表 39	公司近年来研发费用变化	20
图表 40	公司版权与专利数量	20
图表 41	分项业务收入预测	21
图表 42	可比公司估值表	21

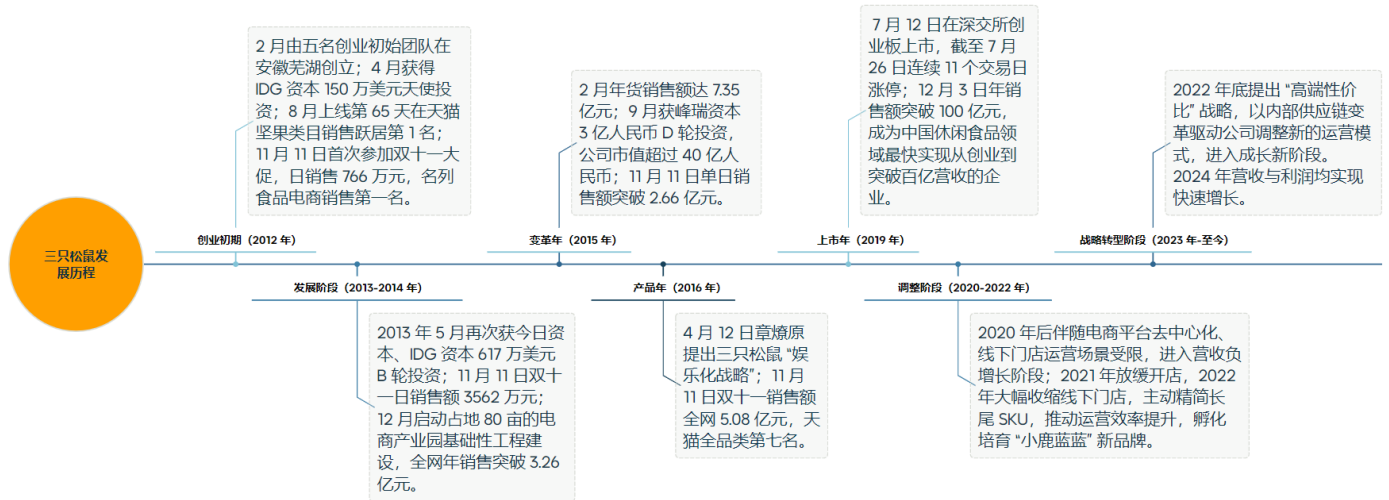
一、三只松鼠：磨砺出锋芒，先锋立潮头

1.1 发展历程：敢为人先，勇立潮头

三只松鼠成立于2012年，总部位于安徽芜湖。公司以坚果、零食等休闲食品的研发、分装及销售为主营业务，借助互联网渠道迅速崛起。在发展过程中，三只松鼠注重品牌打造，以可爱的松鼠形象深入人心，深受消费者喜爱。其产品品类丰富，涵盖坚果、果干、肉脯、膨化食品等众多品类，满足了不同消费者的口味需求。在销售渠道方面，前期主要依赖线上电商平台，后期逐步拓展线下渠道，实现线上线下融合发展。2020年，在面对电商平台去中心化导致的营收负增长时，公司及时进行战略转型，2022年底首次提出走“高端性价比”之路。当前，公司已成为一家“全品类+全渠道”经营的企业，向消费者提供“高端性价比”的坚果和好零食。

- 1) 抓住机遇，实现高速发展 (2012-2015年):** 2012年2月三只松鼠于安徽芜湖创立，创始人章燎源先生精准把握淘宝、京东等货架电商发展红利，通过线上布局迅速打开了品牌知名度。随后获IDG资本投资，在淘宝天猫上线后销量屡创佳绩，并在接下来的几年里快速发展。
- 2) 实施变革，提出娱乐战略 (2016-2018年):** 2016年4月12日，章燎原提出三只松鼠“娱乐化战略”，希望通过品牌IP化、影视植入、周边产品开发、全渠道营销、新媒体直播以及文化产业发展等多个维度，来提升品牌势能，深挖超级IP价值，拉近品牌与消费者的距离，并构建立体化的品牌形象。同年9月，首家三只松鼠线下实体店落地，三只松鼠也开始进行线下门店渠道的探索。
- 3) 营收下滑，进入调整阶段 (2020-2022年):** 2020年开始，三只松鼠的线上业务受阻，电商平台的去中心化使得三只松鼠将目光放至线下门店的运营及扩张。为了实现高密度的布局，三只松鼠的门店数量从300多家激增至1000多家，但面对线下消费场景固定，客流量在疫情封控期间变少，导致门店入不敷出。从2021年开始，公司对经营不善的门店进行优化，减少线下门店数量，同时探索其他的分销模式，开始对连锁便利店进行布局，推进独立小包装的零食专柜。
- 4) 战略转型，重新步入正轨 (2023-至今):** 进入后疫情时代，整体外部消费环境偏弱，动辄几十元一包的零食坚果已无法很好匹配相应的消费群体，一次大胆的尝试——“19.9元十袋夏威夷果”在抖音爆单，使得三只松鼠开始重新思考自己的策略，并随即提出了高端性价比的想法，希望以抖音等短视频平台，形成“D+N”的全渠道协同体系，构建聚集全产业链资源的供应链体系，巩固“全品类、全渠道”的全新可持续发展的业绩引擎。

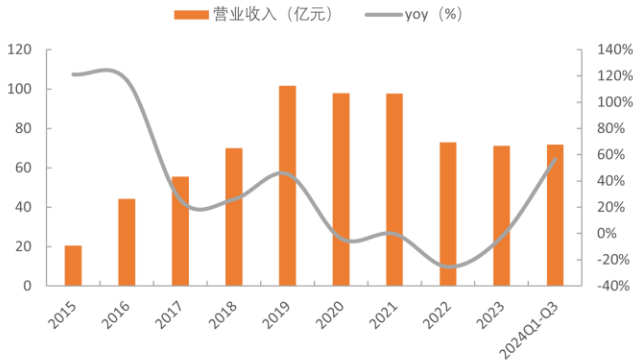
图表1 三只松鼠发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

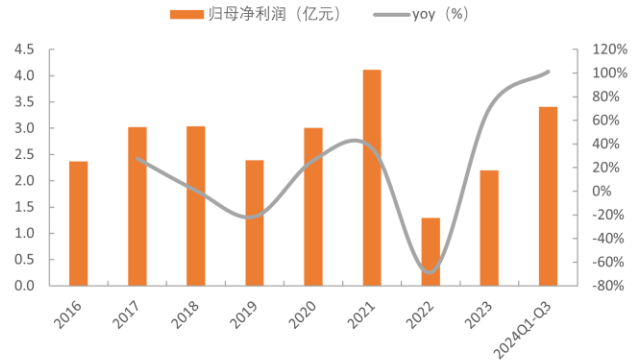
业绩表现经历波折，24 年重回百亿。公司 2019 年营收首次突破百亿，但随着线上流量红利的逐渐消退，三只松鼠也陷入了短暂的迷失，公司营业收入在 2020-2023 年均出现了不同程度的下滑。2024 年，公司坚决贯彻“高端性价比”总战略，坚守“全品类+全渠道”经营方式，坚定“制造型自有品牌零售商”的商业模式，并向“制造、品牌、零售”前后一体化的战略推进全面布局，营收达成“重回百亿”目标。根据公司发布的 2024 年度业绩预告，2024 全年预计实现营业收入 102-108 亿元，同比增长 43.37%-51.80%；净利润 4.0-4.2 亿元，同比增长 81.99%-91.09%。此外，24 年前三季度资产收益率及净利率表现良好，分别为 12.9%和 4.76%。

图表2 三只松鼠近年来营业收入及同比增速



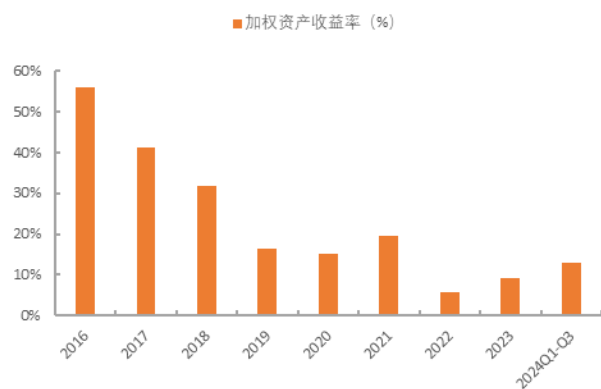
资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表3 三只松鼠近年来归母净利润及同比增速



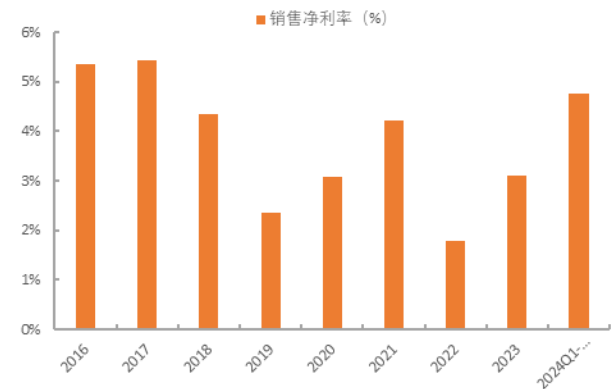
资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表4 三只松鼠近年来加权资产收益率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 三只松鼠近年来销售净利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

1.2 股权架构集中，激励机制明晰

股权架构清晰明确，创始人章燎源牢牢掌控话语权。截至 2024 年第三季度，章燎源董事直接持有公司股份比例达 40.37%，并且通过安徽燎原投资管理有限公司以及安徽松鼠投资管理中心间接持有部分股份，稳坐第一大股东之位。而早期参与投资的 PE/PV 投资公司今日资本和 IDG 资本，它们的合计持股比例呈现出持续下降的态势，从 2019 年的 37.34%大幅缩减至 2024 年第三季度的 10%，后续创投机构减持对股价的压制有望逐步减弱。此外，公司于 2021 年发了起事业合伙人持股计划，占公司股本总额的 0.96%。在当下，章燎源作为公司灵魂人物，依然坚定地把控着公司整体的发展走向。

图表6 三只松鼠股权结构（截止 2024 年三季度）



资料来源：公司财报，平安证券研究所

双重激励措施，提振士气，促进发展。2024 年 4 月 29 日，三只松鼠股份有限公司同时披露两个草案，分别是股票期权激励计划与员工持股计划。前者拟以定向发行股票方式向核心骨干授予 243.86 万份股票期权，占总股本的 0.61%，其中首次授予 221.86 万份，激励对象共 96 人，行权价格为 24.02 元/份；后者计划筹集资金总额上限为 2379.78 万元，以 12.01 元/股购买回购专户中的不超过 198.15 万股公司股份，占总股本的 0.49%。公司为两套激励方案设置了相同的解锁目标，目标 A 为 2024/2025/2026 年含税的营业收入分别为 115/150/200 亿元，对应复合增速约为 32%，达成则解锁 100%；目标 B 为 2024/2025/2026 年净利润(剔除股份支付费用)皆为 4 亿元，其中 2024 年归母净利润目标增速为同比+82%，达成则解锁 80%。这两个方案的提出大大提高了核心员工工作的积极性，使公司和员工成为一个关系紧密的命运共同体，实现同发展，共进退。

图表7 两套激励方案对比

对比项目	股票期权激励计划	员工持股计划
股票来源	公司向激励对象定向发行 A 股普通股股票	公司回购专用账户回购的 A 股普通股股票
涉及人员范围与数量	首次授予 96 名核心骨干，预留部分未来确定，总人数不超 118 人	初始不超 96 人（不含预留份额），根据缴款情况确定最终名单
有效期、等待期/锁定期	有效期不超 48 个月，首次授予股票期权等待期 12 个月后分三期行权	存续期不超 60 个月，首次认购股票分三期解锁，锁定期分别为 12、24、36 个月，预留份额根据分配时间分两期或三期解锁
共同解锁条件		
目标	目标 A	目标 B
行权（解锁比例）	100%	80%
第一期解锁 40%	2024 年含税营业收入达 115 亿元	2024 年净利润达 4 亿元

第二期解锁 30%

2025 年含税营业收入达 150 亿元

2025 年净利润达 4 亿元

第三期解锁 30%

2026 年含税营业收入达 200 亿元

2026 年净利润达 4 亿元

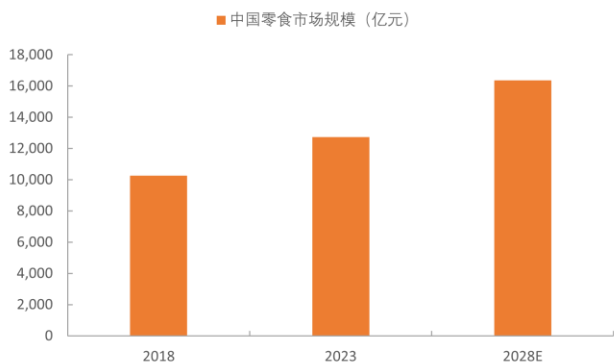
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、零食行业：行业景气度延续，新渠道新产品孕育新机遇

2.1 市场规模已达万亿，百花齐放格局分散

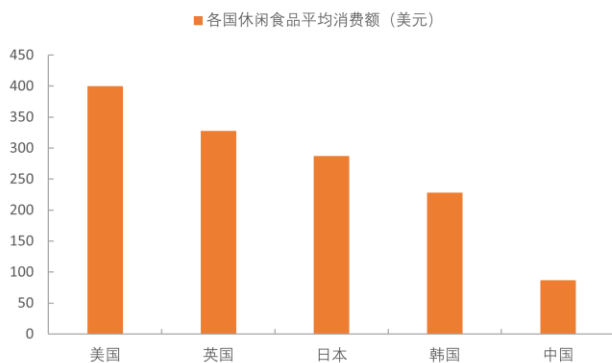
我国零食行业市场规模快速增长，平均消费额有待提升。我国休闲零食行业规模化始于上世纪 90 年代，虽起步较晚，但在居民消费力上升、消费场景多元化、悦己经济兴起的市场驱动下，叠加行业供给端产品品质提高、商品日益丰富、销售渠道创新等因素，使得零食行业市场规模快速增长。根据灼识咨询，2023 年我国零食行业市场规模已达 1.27 万亿元，2018-2023 年年均复合增长率为 4.4%，预计 2028 年将超 1.6 万亿元。虽市场规模在逐年上升，但人均消费额却不如英美日韩等发达国家。根据研精毕智信息咨询，2021 年美国休闲食品人均开支最高，多达 400 美元每年，其次是英国、日本、韩国，分别为每年 328 美元、287 美元、228 美元。但中国人均消费额仅有每年 87 美元，仍有较大的提升空间。

图表8 中国零食市场规模



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

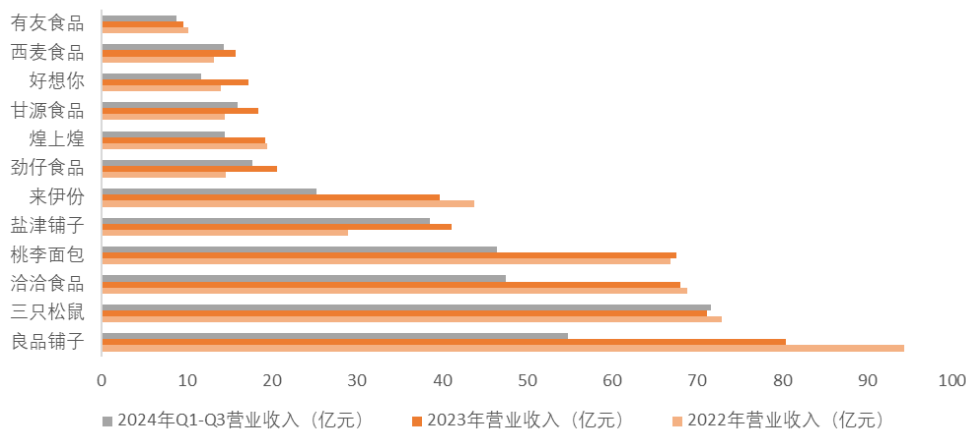
图表9 2021 年各国休闲食品平均消费额



资料来源：研精毕智信息咨询，平安证券研究所

行业格局分散，百花齐放春满园。我国休闲食品行业格局分散，市场集中度低，且高市占率公司以国际零食巨头为主，本土公司较少。本土上市公司中，良品铺子、三只松鼠与洽洽食品牢牢占据第一梯队。休闲食品细分赛道差异化，坚果炒货（洽洽、三只松鼠）、辣味（卫龙、劲仔）、烘焙（桃李、达利）等细分领域头部效应显现。未来，中国零食行业有明确的集中度提升空间和潜力。

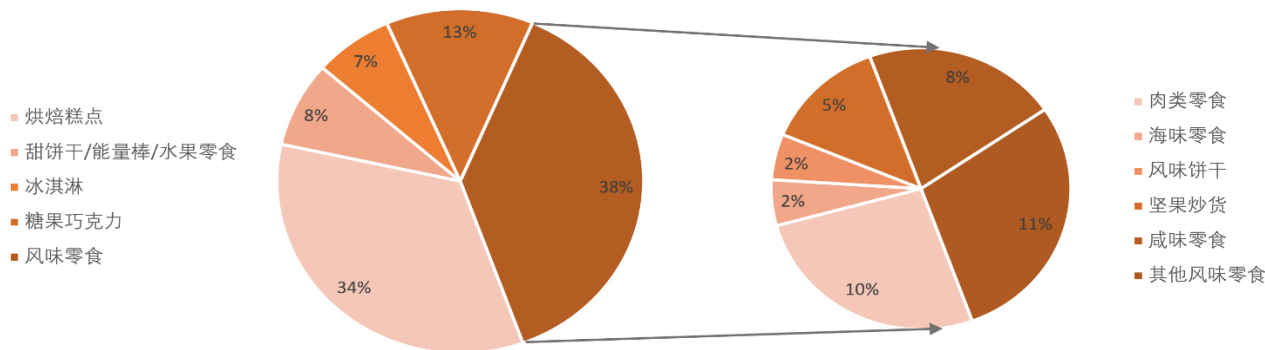
图表10 近年来休闲食品相关上市公司营业收入



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我国零食品类花样繁多，潜在发展前景广阔。欧睿数据均将休闲食品分为近十个大类，2022 年中国各零食品类中，风味零食、烘焙糕点、糖果巧克力、冰淇淋和甜饼干&能量棒&水果零食市场规模占比分别为 38%、34%、13%、7%和 8%。可以看出，中国人偏爱风味零食，糖巧饼干冰淇淋等西式零食占比较低。风味零食中包含多个重要细分赛道，肉类零食占整体零食行业比重为 10%，咸味零食（薯片/膨化食品/米类零食）占比 8%，坚果炒货占比 5%，其他风味零食占比 11%（辣味面制品包含其中）。

图表11 2022 中国零食行业各品类占比

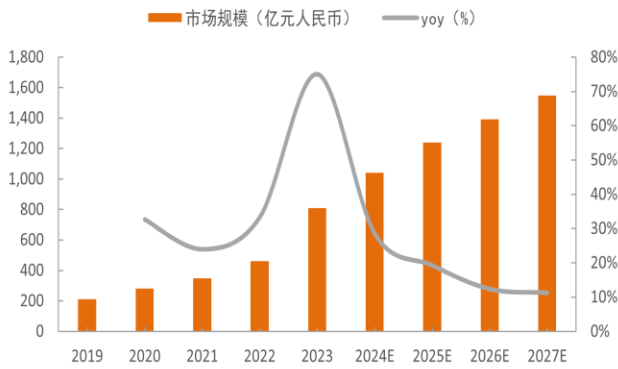


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

2.2 渠道红利 β 仍在，新品红利持续释放

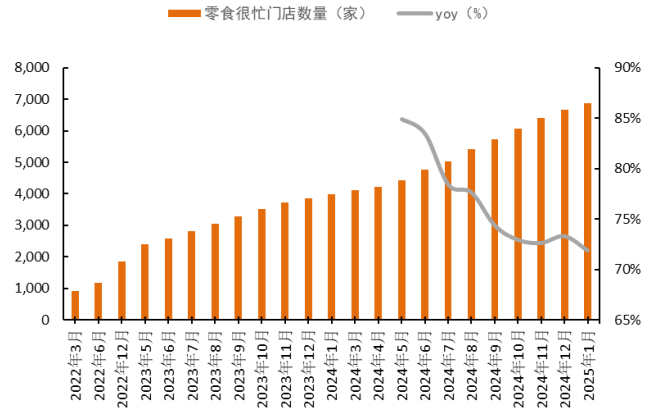
量贩零食连锁竞争进入下半程，三分天下格局或将形成。当前，量贩零食集合店（如零食很忙、赵一鸣等）、会员商超（如山姆、Costco）、新兴电商渠道（如抖音、快手等）、传统商超渠道等为满足消费者质价比需求，正在不断重塑行业渠道新格局。根据艾媒咨询，量贩零食集合店的市场规模已由 2019 年的 211 亿元增长至 2023 年的 809 亿元，预计 2027 年将达 1547 亿元，成为零食行业中增速最快的渠道。当前零食很忙和赵一鸣合并为鸣鸣很忙集团并宣布破万店；万辰集团将旗下的来优品、好想来、叮嘀叮、陆小馋四大品牌整合为“好想来品牌零食”；2024 年 10 月三只松鼠公告收购湖南爱零食科技有限公司、未来已来（天津）科技发展有限责任公司、安徽致养食品有限公司的控制权或相关业务及资产，未来零食连锁渠道三分天下格局或将形成。

图表12 量贩零食集合店市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表13 零食很忙门店数量及增速



资料来源：零食很忙公众号，平安证券研究所

制造型企业新品红利不断释放，成为行业后续核心动能。对于制造型零食公司，增长来源不仅来自于新兴渠道，也同时来自于新产品的拓展。目前可以看到，三只松鼠孵化超大腕、蜻蜓教练等新品牌；盐津铺子“大魔王”麻酱味素毛肚销售趋势良好，推动休闲魔芋和蛋类零食快速增长，“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，获多项荣誉，单月销售额持续快速增长；洽洽食品开发焦糖、山核桃、茶衣瓜子等口味；劲仔食品推出“七个博士”溏心鹌鹑蛋等新品举措，能够不断抢占消费者心智，提升公司核心竞争力。

图表14 代表性零食企业2024年产品端情况

企业	2024年产品端新变化
三只松鼠	全品类经营，除坚果外，还涵盖烘焙礼、零食礼、散装零食等，实施“高端性价比”战略，线下分销推出105款日销品，覆盖坚果、肉食、烘焙、果干等多品类，价格体系主要集中于1-9.9元。坚定小鹿蓝蓝“儿童高端健康零食”定位；计划投资加快孵化超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌，覆盖多品类。
盐津铺子	持续聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食、果干坚果七大核心品类。“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，获多项荣誉，单月销售额持续快速增长；“大魔王”麻酱味素毛肚销售趋势良好，推动休闲魔芋和蛋类零食快速增长，2024前三季度这两大品类收入分别达到5.51亿元和4.19亿元，同比增长38.97%和104.43%。
洽洽食品	产品不断推陈出新，如黑松露夏威夷果、坚果椰香烘焙燕麦等，大大丰富产品矩阵。风味瓜子系列表现突出，从焦糖、山核桃等口味到新品茶衣瓜子，口味持续补充，茶衣瓜子还首创自动化轻裹茶叶技术。公司高端瓜子产品“葵珍”通过不断优化产品、拓展高端会员店、精品超市等新渠道，进行圈层渗透，实现销售额持续增长。
卫龙美味	产品主要分为调味面制品、蔬菜制品和豆制品及其他产品三大板块。2024年卫龙魔芋爽推出小包装23g*40包等多种包装规格，满足不同消费者的需求。推出霸道熊猫麻辣辣条、小魔女魔芋素毛肚、脆火辣辣片等产品，其中“小魔女”魔芋素毛肚荣获年度创新休闲零食奖。
甘源食品	主要产品有青豌豆、瓜子仁、蚕豆、调味坚果、豆果、花生、锅巴、薯片、米饼等，老三样产品增长稳健，芒果冻干腰果、蜂蜜夏威夷果仁等新品铺货顺利。在品种口味方面进行多种改良创新，开拓蟹黄味、芥末味等新口味，实现调味坚果产品系列化、品牌化。
劲仔食品	聚焦鱼制品、禽类制品、豆制品三大品类，拥有劲仔深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉等六大系列单品。禽类制品增速领先，休闲鱼制品销售规模仍居细分行业领域前列；24Q3核心大单品及潜力单品均实现双位数增长。后续将继续推出创新升级产品，研发投入增加，注重产品品质提升和营养健康。公司“七个博士”溏心鹌鹑蛋于24年11月7日正式首发上市，前期主要在线上渠道销售，目前销售情况良好。

资料来源：ifind，平安证券研究所

三、 高端性价比：重构供应链，牵引内外部变革

3.1 高端性价比，质优价更低

零售行业变革，三只松鼠首提“高端性价比”。中国零售行业正处于深刻的供需全域大变革之中，整体呈现供需失衡状态。零食行业首当其冲面临结构性转型，供给效率与方式即将发生质变。2022 年底，公司率先在行业内提出“高端性价比”战略，以市场需求为导向、消费者为核心、创新作主导，整合重组全链路的全要素，达成链路更短、工具更优、组织更协同，在全品类全渠道交易链路总成本领先的前提下，实现产品高品质、差异化且价格亲民的优势，结合松鼠品牌影响力，重塑消费者对品牌的价值感知。其本质是凭借对供应链的深度优化与整合，达成全链路成本控制与品质提升的双重目标，从而形成一种更具竞争力与可持续性的商业模式，实现企业在变革浪潮中的高效发展与价值重塑。

图表 15 三只松鼠经营模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 “一品一链” 供应链管理新模式，重新梳理价值链

一品一链：重构供应链，打造极致效率。三只松鼠在供应链管理上的创新之一是实施“一品一链”策略，即对每个核心产品构建独立的供应链管理新模式。这种模式的核心在于从源头直采、自主生产到物流配送的全链路优化，实现成本领先和效率提升。2024 年公司推进全国供应链集约基地布局，落地天津武清北区、四川简阳西南供应链集约基地，并启动“芜湖健康零食产业园”规划，夯实坚果深加工优势的同时，正式进入零食供应链，实现总成本领先，进一步激活全渠道业务潜能。同时为深入全球供应链体系，公司创新产业投资模式，拟于东南亚建立原产地工厂接轨全球供应链资源，真正将“高端性价比”的全球好产品引入中国市场。

- 1) **采购端：通过规模化直采，有效实现降本提质。**公司与全球顶级原料供应商建立合作，降低采购成本，确保原料品质。这种规模化采购不仅提升了三只松鼠的议价能力，也为其产品提供了稳定而优质的原料供应。目前三只松鼠已与全球第一大蔓越莓农场 Ocean Spray 达成深度合作，与全球第一大开心果农场 Wonderful、全球第一大碧根果农场 Easterlin、知名夏威夷果农场 Golden 建立原料直采。并与供应商联合建立云南临沧等 6 个地区夏威夷果原料种植基地、安徽全椒等碧根果种植基地，与东北松子基地直采合作，以联合采购方式从新疆采购核桃等原料。

图表 16 三只松鼠与全球顶级原料供应商合作



资料来源：财联社，平安证券研究所

图表 17 三只松鼠云南种植基地



资料来源：新浪财经，平安证券研究所

2) **生产端：投资建设自主工厂，覆盖核心坚果品类的生产。**公司建有全球规模领先的坚果分装工厂，设备自动化率高，规模领先。同时，为着力延伸坚果产业链，推动一二三产深度融合，公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂并已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深，推动产品竞争力进一步提升。每日坚果工厂采用 30 万级洁净车间，配备 36 套全自动化生产线设备，打造行业内高标准每日坚果生产工厂，是集生产与发货一体化的综合工厂。夏威夷果、碧根果、开心果产线采用行业领先的生产设备，具备从 筛选、杀青、入味到分装的全链路深加工能力，实现产品竞争力的有效提升。

图表 18 三只松鼠生产端布局情况

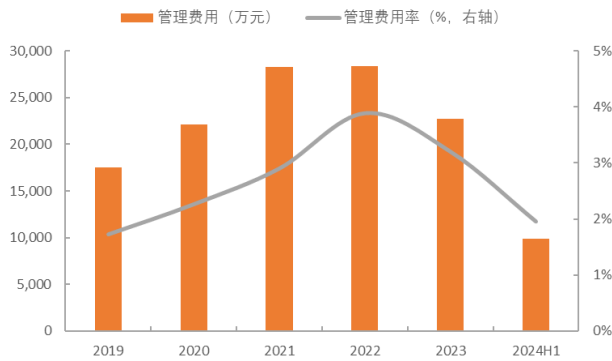
时间	品类	类型	工厂情况
2022	开心果	自主建厂	2022 年自主建设开心果等核心坚果品类示范工厂
2022	每日坚果	自主建厂	每日坚果示范工厂产线正式投产，采用 30 万级洁净车间，配备 36 套全自动化生产线设备，是集生产与发货一体化的综合工厂
2022	夏威夷果	自主建厂	2022 年 12 月初投产，采用行业领先的生产设备，实现产品竞争力的有效提升
2023	碧根果	自主建厂	公司碧根果产线已经完成投产建设，具备筛选、杀青、入味、分装全链路深加工能力，实现从原料到生产、发货的供应链纵深
2023	腰果	合资建厂	与新加坡坚果巨头翱兰国际达成合作，2022 年 12 月建立翱兰松鼠食品芜湖有限公司在坚果领域开拓国际业务，2024 年 8 月正式投产

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 “品销合一”协同价值观，做强新组织

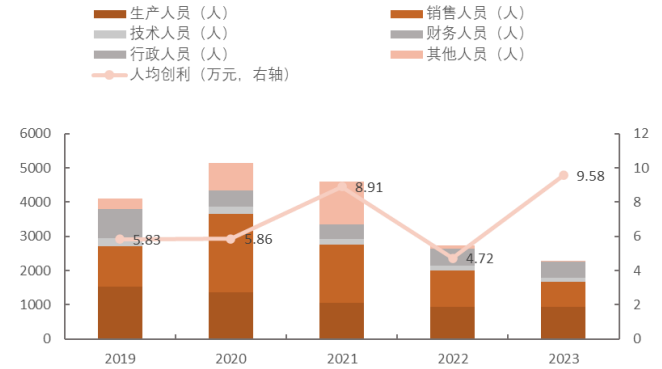
品销合一：持续优化组织形态，实现高效协同。三只松鼠的另一个创新之处在于其“品销合一”的组织架构调整。品销合一是指聚焦“产品、市场、渠道”三个关键环节高度平衡，实现以市场为导向，以消费者为中心并高度协同的网络化组织，进而向市场和消费者交付高端性价比的产品。这一策略的核心在于打破传统的部门壁垒，实现品类为核心的全链路协同。在这一模式下，三只松鼠的内部运营更加灵活，能够快速响应市场变化，实现产品的快速迭代和创新。通过品类小组的形式，三只松鼠实现了从采购、生产、物流到终端运营的全链路管理，使得每个环节都能够紧密配合，提高整体运营效率。2023 年总员工数量对比 2020 年已减至半数，团队成员成为各自业务单元的小负责人，激发了个人的积极性，提升了团队的灵活性。这种组织架构的调整，不仅将三只松鼠的人均创利从 2022 年的 4.72 万元提升至 2023 年的 9.58 万元，也大幅降低了管理费用率，实现了成本和效率的双重优化。

图表19 公司近年来管理费用率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 员工人数及人均创利



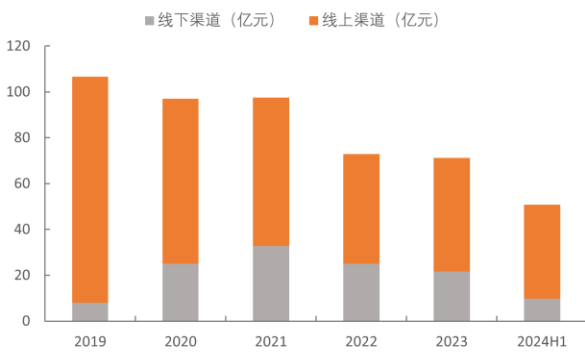
资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、全渠道：线上渠道势能不减，线下分销正式发力

4.1 抖音为核心引擎，D+N 赋能全渠道

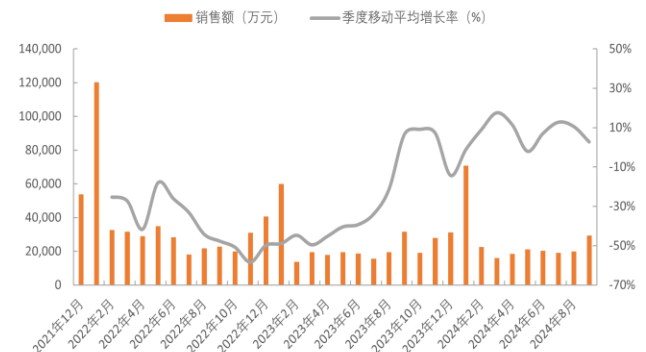
抖音势能强劲，带动线上重回高增长。在三只松鼠的“D+N”战略中，“D”指短视频，“N”指全渠道，其含义是以传播效率最高的短视频平台为基础，进行规模和内容打造，以最短时间铺到全渠道，赋能货架电商、线下分销、门店等全渠道体系。公司自2023年积极发力抖音以来，线上收入取得明显的增长，2023年线上渠道实现收入49.51亿元，2024H1为40.90亿元；线上销售额季度移动平均增长率从22年10月的低谷以来，呈现波动上涨趋势。这主要得益于抖音平台的内容属性带动流量外溢至其他传统线上渠道。

图表21 线上收入与线下收入对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 三只松鼠线上销售额

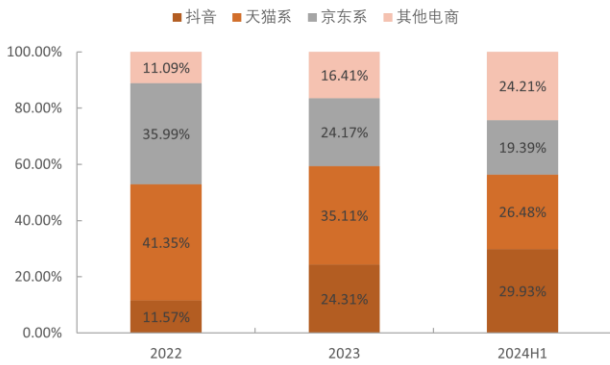


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 该数据为 Wind 线上销量统计; 季度移动平均同比增长率为 (近三月合计值-去年同期三月合计值)/去年同期三月合计值*100

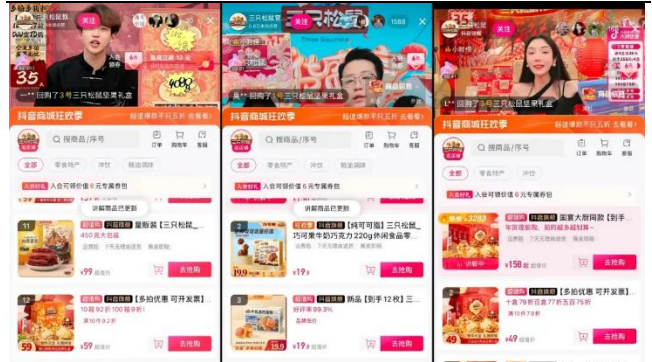
在抖音打响翻身仗，大量合作中小达人。根据公司财报，2023年公司在抖音平台实现营收12.04亿元，同比增长118.51%；2024H1为12.24亿元，同比增长180.73%；抖音在线上平台中的营收占比也从2022年的11.57%快速增长至2024H1的29.93%，超过天猫系、京东系和其他电商。三只松鼠在实践与磨合中发现，对于品牌方而言，抖音最大的价值其实在中小达人身上。基于这一思想，三只松鼠开始大量合作抖音中小达人。根据蝉妈妈数据，2024年1-11月，三只松鼠已经与超过7万名抖音达人合作，粉丝量在500W以上的头部达人仅合作375个，而尾部达人、小达人、腰部达人贡献的总销售额占比相当可观。

图表23 三只松鼠线上渠道营收占比变化



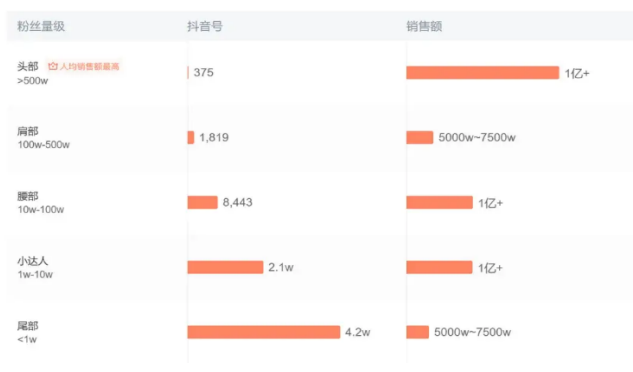
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 三只松鼠抖音直播间



资料来源: 抖音, 平安证券研究所

图表25 2024年1月-11月抖音达人投放情况



资料来源: 蝉妈妈, 平安证券研究所

图表26 抖音达人合作案例



资料来源: 腾讯网, 平安证券研究所

拥抱大单品策略, 爆品逻辑重启增长。为发挥中小达人的价值, 三只松鼠提出大单品策略, 即以达人为核心反向推算销量, 然后再思考供应链的各个环节的优化。在这一逻辑下, 三只松鼠 19.9 元/10 袋的夏威夷果随心装开始爆量, 沿着这一思路, 三只松鼠陆续推出了多款性价比爆品。据蝉妈妈数据显示, 2023 年, 除 19.9 元的夏威夷果在抖音销售额破亿外, 19.9 元 63 颗的鹌鹑蛋、19.9 元 80 根的沙琪玛、19.9 元 70 小袋的辣卤礼包全年预估销售额均在 2500W-5000W 之间。三只松鼠本身就具有相当高的品牌认知度, 而经过调整后的品类、价格与需求端消费者追求性价比的变化完美适配, 才能形成高转化。此外, 在极致低价的表象之下, 实际上是极致供应链的支撑。

图表27 抖音渠道大单品策略



资料来源: 腾讯网, 平安证券研究所

图表28 高端性价比单品实例

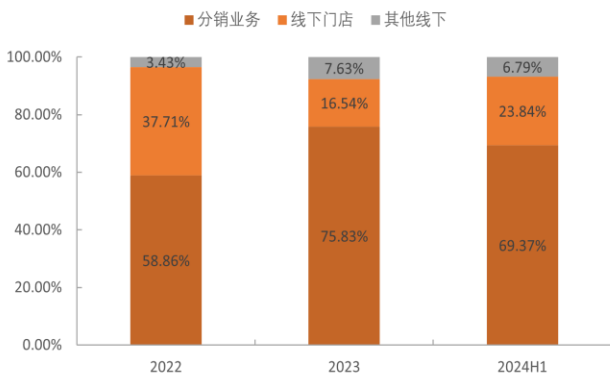


资料来源: 腾讯网, 平安证券研究所

4.2 重构线下分销，升级门店模型

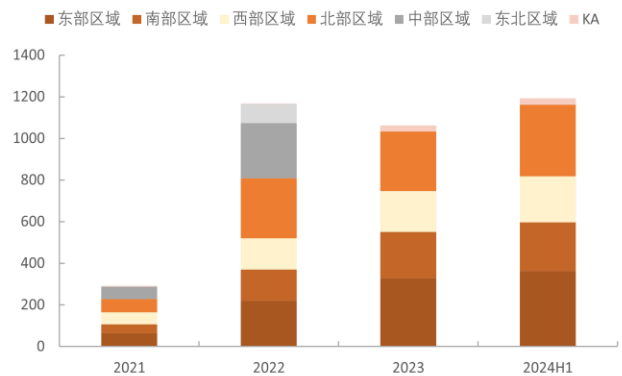
发力线下分销，锚定百亿目标。公司于 2021 年开始布局线下分销业务，起初基本以年节销售及礼盒产品为主。随着“高端性价比”战略的提出，分销渠道日销品持续贡献增量。“高端性价比”改变了过去的模式，产品不再因为层层加价导致终端售价高企，而是通过“两选三对标”保证终端产品价格与质量的竞争力。根据公司财报，2023 全年线下分销业务实现营收 16.41 亿元，其中日销品贡献超 30%，实现从年节转向日销的可持续发展，平抑季节性波动的同时，带动规模与盈利能力的双提升。2024 年 5 月，公司召开全域生态大会，发布了新的区域分销模式，提出百万终端，百亿规模的“双百目标”，即通过三年时间，将线下终端数量从 10 万向 100 万发展，分销规模从 20 亿元向 100 亿元发展，其中区域经销目标 60 亿元，KA 商超目标 20 亿元，礼品团购目标 20 亿元。2024 年公司重点聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造。根据公司 24 年半年报，24H1 整体分销业务营业收入 6.69 亿元，同比增长超 100%。

图表29 线下渠道占比变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

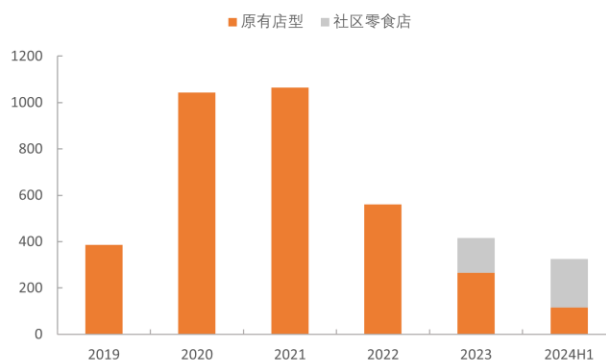
图表30 经销商数量变化(家)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

重新构建线下门店体系，开创自有品牌社区零食店。三只松鼠从 2016 年开始布局线下门店，并在 2018 年快马加鞭推出自己的门店加盟计划，旨在抢占线下零食市场，至 2020 年突破千店。但由于疫情原因及扩张策略较为粗放，导致单个门店经营质量较差，2022 年大幅缩减线下门店。公司于 2023 年打造“国民零食店”店型，通过自有品牌及供应链升级去除品牌溢价，产品价格带明显下降，租金成本降低。根据公司财报，截止到 2024H1，社区零食门店数量扩张到 209 家，原有店型从 2021 年峰值 1065 家缩减至仅剩 116 家。

图表31 门店数量变化(家)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

放宽加盟政策，推出全新店型矩阵。2024 年 5 月，公司创始人章燎原在短视频平台宣布开放全新线下店型加盟，新增 5 种类型的门店，面积要求覆盖 15m²-120m²，初始投资额低至 10 万元起，另推出 0 加盟费，装修 0 利润政策，并且对于在 2024 年 6 月 5 日前完成选址并签约成功的门店，公司将为垫付其首批货款，在开业后 3 个月内若出现亏损情况，公司将兜底回收

门店，从而降低加盟商的投资风险，这些政策大大点燃了投资者的加盟激情。产品方面，三只松鼠为新店型增设了“现制炒货”模块，商品翻新率达 60%。

图表32 2024 年最新加盟账单

2024最新加盟账单 (三个降低)					
①选址难度降低： 5种店型，店型多元化，降低开店选址难度					
店铺类型	档口店	精品店	MALL店	常规店	旗舰店
面积要求	≥15㎡	≥40㎡	≥50㎡	≥80㎡	≥120㎡
适用选址	商场中庭点位	商场或高端社区为主	购物中心	社区街边店为， 商场为辅	街边店为主
②启动资金降低： 减轻投入成本压力，让开店更容易					
0加盟费【合同授权3年】					
装修0利润（不赚差价）					
首店送道具（货架+收银）					
二店补贴房租（不包括转让费及其他费用，仅补贴1年）					
保证金2万元/店					
首次投入费用预估10-30万元（不含店铺租金）					
③开店精力降低					
针对上述政策，投资缺店铺资源的伙伴，缴纳意向金到公司账户，我们协助选址/推荐地址（不论开店是否成功，意向金可退）					

资料来源：三只松鼠国民零食微信公众号，平安证券研究所

图表33 最新五种门店类型



资料来源：三只松鼠国民零食微信公众号，平安证券研究所

拥抱社区折扣业态，打开成长空间。2024 年 10 月 28 日三只松鼠发布公告，拟以不超过人民币 2 亿元和 0.6 亿元收购湖南爱零食科技有限公司（爱零食）及未来已来（天津）科技发展有限责任公司（爱折扣）的控制权或相关业务及资产。通过与爱零食、和爱折扣的合作，三只松鼠将与自身的国民零食店形成良好协同，在品牌、供应链和管理赋能方面共同发力，完善硬折扣社区业态的全面布局，加速全渠道布局。2025 年将成为从量贩零食到量贩零食+以及全品类折扣超市的元年，公司的线下渠道开拓将进一步扩展至中国更广泛的社区市场。

图表34 三只松鼠收购爱零食与爱折扣



资料来源：搜狐网，平安证券研究所

图表35 爱零食、爱折扣 x 三只松鼠品销赋能制定会



资料来源：新浪网，平安证券研究所

五、全品类：持续推陈出新，全链路优化打造大单品

5.1 坚果销量领先，拓展全品类零食

加速零食上新，构建“全品类”产品矩阵。坚果是三只松鼠的核心品类，24H1 坚果品类实现营收 27.60 亿元，占比 54.38%。截止 24H1，坚果方面公司打造了每日坚果、夏威夷果、开心果、巴旦木、板栗、腰果、坚果乳等超 10 款亿级大单品，多款爆品位列抖音、天猫品类榜单 TOP1。在“高端性价比”总战略牵引下，公司加速零食产品上新，为全渠道适配并经营全品类零食。24H1 累计上线超 1000 款 SKU，打造辣卤礼包、鹌鹑蛋、手撕面包、鳕鱼肠、沙琪玛、去骨凤爪等爆款产品，其中水牛乳千层吐司、黑猪午餐肉、山楂大礼包等重磅新品上线数月快速突破千万销售。

图表36 三只松鼠产品矩阵

系列	品类	产品图例
坚果系列	夏威夷果、纸皮核桃、炭烧腰果等	
果干系列	黄桃干、芒果干、猕猴桃干等	
糖果系列	爆破果果、山楂棒棒糖等	
面包糕点	手撕面包、鲜蛋糕、蛋黄酥等	
方便食品	冲泡螺蛳粉、酸辣粉、速食拌面等	

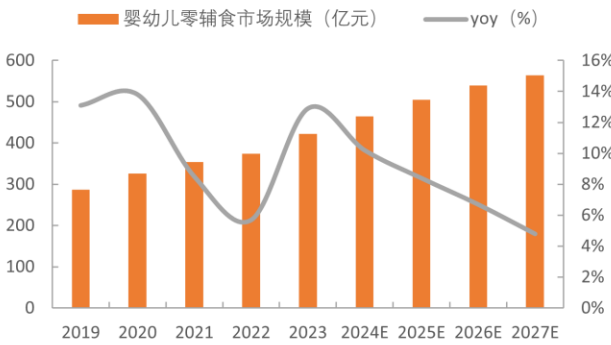
<p>饮品类</p>	<p>每日坚果乳、第二大脑等</p>		
<p>即食肉制品</p>	<p>蜀香牛肉、猪肉脯、鳕鱼肠等</p>		 
<p>膨化食品</p>	<p>黄金玉米花、锅巴、拉面丸子等</p>		 
<p>素食系列</p>	<p>直尺辣条、面筋卷、魔芋爽等</p>		 

资料来源：三只松鼠天猫旗舰店，平安证券研究所

5.2 多品牌矩阵布局，扩大经营范围

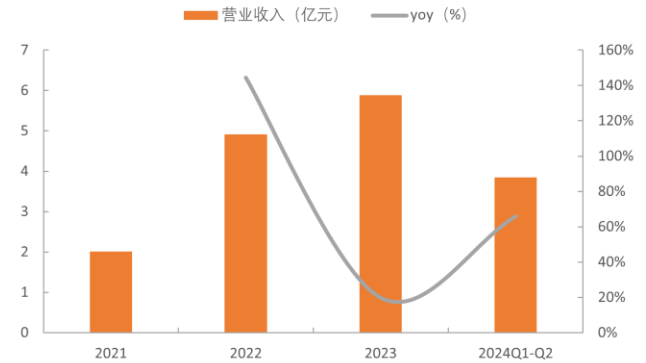
“小鹿蓝蓝”快速发展，加快布局多品牌矩阵。我国婴幼儿零辅食市场规模在 2015-2022 年经历了快速增长，刚需市场已经形成，目前进入平稳阶段。根据艾瑞咨询，2024 年总市场规模预计达 465 亿元。小鹿蓝蓝是三只松鼠旗下的婴童食品品牌，致力于为 6 个月至 14 周岁的孩子提供从营养辅食到婴童零食的一站式科学喂养方案。品牌强调产品的安全性和健康性，定位“儿童高端健康零食”，不断丰富全领域产品线，为多元化渠道适配多样化儿童零食。自上线以来位居全网宝宝零食类目前列，打造婴标面、钙锌饮、鳕鱼肠、山楂棒、米饼等多款千万级大单品，多款产品位列抖音对应类目 TOP1。根据公司 2024 年度业绩预告，小鹿蓝蓝 2024 年销售近 10 亿元并实现较好盈利。公司同时加快布局和孵化如超大腕（方便速食）、东方颜究生（中式滋补）、可可果（巧克力）、围裙阿姨（预制菜）等新品牌，多品牌矩阵布局初步形成。

图表37 中国婴幼儿零辅食市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表38 小鹿蓝蓝营业收入及增速

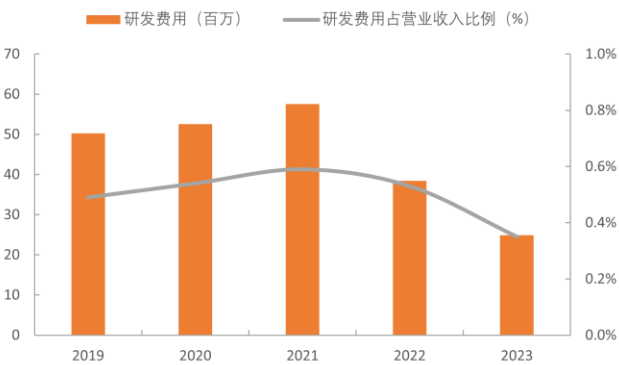


资料来源: Wind, 平安证券研究所

5.3 秉持创新精神, 引领行业技术前沿

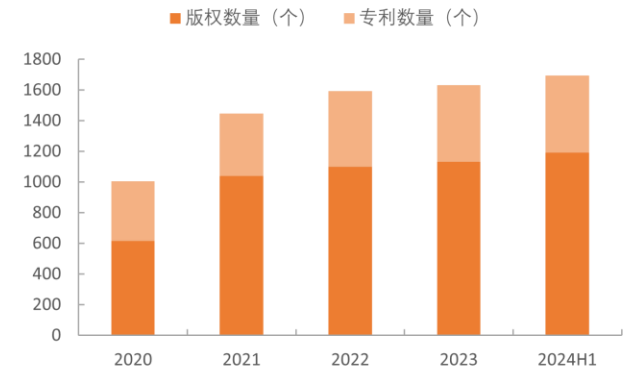
重视研发投入, 实现技术领先。公司一直高度重视研发创新工作, 研发投入位居中国休闲食品上市公司前列。公司坚持“以消费者为中心”的理念, 充分利用对行业 and 平台消费需求大数据的洞察, 采取平台化合作研发模式, 于业内较早成立食品研究院。公司拥有一支由院士、博士、硕士等梯队人才组成的200人技术队伍, 通过深化产学研机制, 与江南大学、合肥工业大学等 15 所国内外优势高校建立广泛合作关系, 共同开展行业共性技术攻坚研发。公司注重知识产权的创造、运用和保护, 已形成相对完善的知识产权保护体系。截至2024年半年报, 公司及子公司共申请版权1194件, 专利500件, 商标授权量位居中国休闲食品上市公司前列。

图表39 公司近年来研发费用变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 公司版权与专利数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

六、 盈利预测与估值

公司线上渠道凭借抖音及其流量外溢至传统电商, 实现高速增长, 但考虑到基数影响, 我们预计 2024-2026 年线上渠道增速分别为 45.00%、16.29%、15.19%; 由于线下分销是公司规划 2025 年的核心增长引擎, 我们预计 2024-2026 年线下渠道增速分别为 51.94%、60.00%、53.90%。公司当前在“高端性价比”总战略牵引下, 已顺利走出困境周期, 未来通过“D+N”全渠道协同和构建“全品类”产品矩阵, 有望实现线上销售稳健, 线下分销放量。在不考虑外延并购的情况下, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.09/5.35/7.40 亿元, 同比增长 86.1%/30.8%/38.4%, 对应的 EPS 分别为 1.02/1.33/1.85 元, 当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 28.4、21.7、15.7 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表41 分项业务收入预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7115	10466	13608	17711
YOY	-2%	47%	30%	30%
归母净利润（百万元）	220	409	535	740
YOY	70%	86%	31%	38%
毛利率	23%	24%	23%	23%
线上渠道（百万元）	4951	7179	8349	9617
YOY	3%	45%	16%	15%
线下渠道（百万元）	2163	3287	5259	8094
YOY	-14%	52%	60%	54%

资料来源：Wind，平安证券研究所

我们选取同属于休闲零食行业的A股上市公司盐津铺子、劲仔食品、甘源食品进行对比，根据Wind一致预期同行业3家公司2024/2025/2026年PE均值为19.6/15.8/13.0倍。考虑到三只松鼠“全品类+全渠道”经营，拥有改革加速的预期，成长速度相对更快，因此享受更高的估值溢价。

图表42 可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002847.SZ	盐津铺子	57.50	1.85	2.38	3.01	3.74	31.0	24.2	19.1	15.4
003000.SZ	劲仔食品	12.17	0.46	0.67	0.83	1.01	26.2	18.2	14.6	12.0
002991.SZ	甘源食品	70.23	3.53	4.26	5.12	6.05	19.9	16.5	13.7	11.6
	平均值						25.7	19.6	15.8	13.0
300783.SZ	三只松鼠	28.95	0.55	1.02	1.33	1.85	52.8	28.4	21.7	15.7

资料来源：wind，平安证券研究所（三只松鼠为平安证券研究所预测，其余公司盈利预测来自wind一致预期，估值日期为2025年3月19日）

七、风险提示

- 1) 线下渠道拓展不及预期：**目前公司正在积极发力线下分销，不断探索新的模式，线下渠道拓展的成效存在一定的不确定性的；
- 2) 线上竞争加剧：**公司线上销售占比仍高，若未来各品牌线上竞争加剧，公司的销量将会受到一定挑战；
- 3) 食品安全风险：**零食生产过程涉及多个环节，从原材料采购、加工、包装到储存和运输，一旦发生食品安全事故，不仅会损害消费者健康，企业还将面临法律责任、巨额赔偿和声誉受损等严重后果；

- 4) **原材料价格超预期上行：**目前产品成本占公司总成本较高，成本端变化具有一定的不确定性，若主要原材料价格上涨，将对公司盈利能力造成压力；
- 5) **消费者需求变化风险：**消费者的口味和偏好不断变化，对零食的需求日益多元化、个性化和健康化。如果企业不能及时洞察并适应这些变化，推出符合消费者需求的产品，就可能导致产品滞销，市场份额被竞争对手抢占。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,327	5,825	7,574	9,860
现金	328	1,047	1,361	1,771
应收票据及应收账款	594	550	715	931
其他应收款	18	32	41	53
预付账款	117	125	162	211
存货	1,388	1,858	2,422	3,161
其他流动资产	1,883	2,214	2,873	3,733
非流动资产	1,216	1,067	912	783
长期投资	21	22	23	24
固定资产	584	528	465	396
无形资产	113	94	76	57
其他非流动资产	497	423	348	306
资产总计	5,543	6,892	8,486	10,643
流动负债	2,760	3,928	5,265	7,034
短期借款	300	1,023	1,480	2,099
应付票据及应付账款	1,548	1,793	2,337	3,050
其他流动负债	912	1,112	1,448	1,886
非流动负债	269	201	131	67
长期借款	191	123	53	-11
其他非流动负债	78	78	78	78
负债合计	3,029	4,129	5,396	7,101
少数股东权益	0	0	0	0
股本	401	401	401	401
资本公积	514	514	514	514
留存收益	1,599	1,849	2,175	2,627
归属母公司股东权益	2,514	2,764	3,090	3,542
负债和股东权益	5,543	6,892	8,486	10,643

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	308	253	185	213
净利润	220	409	535	740
折旧摊销	69	149	156	130
财务费用	6	34	54	73
投资损失	-54	-55	-55	-55
营运资金变动	38	-334	-555	-725
其他经营现金流	30	50	50	50
投资活动现金流	-280	5	5	5
资本支出	66	0	0	-0
长期投资	-265	0	0	0
其他投资现金流	-81	5	5	5
筹资活动现金流	100	461	125	193
短期借款	250	723	457	619
长期借款	-82	-68	-70	-64
其他筹资现金流	-68	-193	-263	-362
现金净增加额	127	719	314	410

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,115	10,466	13,608	17,711
营业成本	5,455	7,996	10,424	13,602
税金及附加	45	58	68	80
营业费用	1,238	1,612	2,041	2,533
管理费用	227	314	381	478
研发费用	25	31	34	41
财务费用	6	34	54	73
资产减值损失	-14	-10	-13	-17
信用减值损失	5	-5	-6	-8
其他收益	116	74	74	74
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	55	55	55
资产处置收益	-1	3	3	3
营业利润	278	539	719	1,012
营业外收入	41	52	52	52
营业外支出	5	7	7	7
利润总额	314	584	764	1,057
所得税	94	175	229	317
净利润	220	409	535	740
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	409	535	740
EBITDA	388	767	974	1,260
EPS (元)	0.55	1.02	1.33	1.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-2.4	47.1	30.0	30.2
营业利润(%)	56.7	93.9	33.3	40.7
归属于母公司净利润(%)	70.3	86.1	30.8	38.4
获利能力				
毛利率(%)	23.3	23.6	23.4	23.2
净利率(%)	3.1	3.9	3.9	4.2
ROE(%)	8.7	14.8	17.3	20.9
ROIC(%)	7.5	13.4	13.9	16.5
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6	59.9	63.6	66.7
净负债比率(%)	6.5	3.6	5.6	8.9
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	12.0	19.1	19.1	19.1
应付账款周转率	3.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	1.33	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.63	0.46	0.53
每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.89	7.71	8.83
估值比率				
P/E	52.8	28.4	21.7	15.7
P/B	4.6	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.9	16.6	13.5	10.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号
楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层