

三只松鼠 (300783)

证券研究报告
2025年02月05日

24年顺利收官，线下分销实现高增长

公司发布业绩预告，预计24年营业收入102-108亿元，同比增长43.37%-51.80%（中枢为48%）；归母净利润4.0-4.2亿元，同比增长81.99%-91.09%（中枢为87%）。其中24Q4营业收入30.31-36.31亿元，同比增长19.68%-43.37%（中枢为32%）；归母净利润0.59-0.79亿元，同比增长17.21%-57.08%（中枢为37%）。

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，如期达成2024年“重回百亿”总目标。**具体来看：**

1、全品类供应链布局，进一步提升产品竞争力。围绕“一品一链”供应链战略，持续推进全球原料直采及东区（弋江、无为）、北区（天津）、西南区（简阳）等地建立全品类集约供应基地与自主制造的渗透，通过此项举措实现了总成本领先，进一步提升了产品竞争力。2、全渠道业务拓展，进一步提升终端竞争力。围绕“D+N”（短视频+全渠道）全渠道战略，以短视频渠道为中心打造一批内容大单品，推动全渠道销售增长，特别是线下分销市场获得了较大幅度的增长，让全渠道销售更加均衡的发展。3、多品牌矩阵布局，进一步提升销售规模。子品牌小鹿蓝蓝在全新理念的支持下，2024年销售近10亿元并实现较好盈利，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。4、“品销合一”网络型组织，让全员充满活力。公司在穿越周期中，充分发挥互联网认知优势，沉淀出一套互联网时代的组织管理，通过持续的组织变革，已经全面落地了去传统科层制的管理系统，依托于数字化构建出248个小而美经营体，形成了极具扁平化的网络型组织，进一步夯实了组织能力，为持续规模化发展奠定了管理基础。

年货节表现优秀，期待25年业绩。截止2025年1月2日，其线上传统电商渠道总销售额8.4亿元；截止24年12月底，线下分销渠道总销售额已超18亿元，同比增长超40%。年货节表现优秀，为25年业绩奠定坚实基础。

投资建议：我们认为，随着公司“高端性价比”的主旨战略持续在终端得到验证，同时不断通过“一品一链”策略强化核心大单品，渠道端以“D+N”的协同为核心，做强全渠道，公司未来利润有望维持高增，我们调整公司盈利预期，预计公司24-26年实现归母净利润为4.0/5.6/7.5亿元（前值为3.8/5.1/6.6亿元），同增83%/39%/34%，对应PE分别为32X/23X/17X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；渠道协同不及预期风险；子品牌运营管理和内部控制风险；原材料价格波动风险；业绩预告仅为初步核算，具体数据以公司年报披露为准。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293.16	7,114.58	10,464.67	13,645.21	17,729.37
增长率(%)	(25.35)	(2.45)	47.09	30.39	29.93
EBITDA(百万元)	200.18	271.39	620.22	848.46	1,111.50
归属母公司净利润(百万元)	129.06	219.79	401.62	559.55	749.14
增长率(%)	(68.61)	70.30	82.73	39.32	33.88
EPS(元/股)	0.32	0.55	1.00	1.40	1.87
市盈率(P/E)	100.64	59.09	32.34	23.21	17.34
市净率(P/B)	5.54	5.17	4.67	4.21	3.70
市销率(P/S)	1.78	1.83	1.24	0.95	0.73
EV/EBITDA	41.94	26.02	20.01	14.07	10.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.39元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	401.00
流通A股股本(百万股)	279.60
A股总市值(百万元)	12,988.39
流通A股市值(百万元)	9,056.11
每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	38.92
一年内最高/最低(元)	42.88/14.68

作者

张潇倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003
zhangxiaoqian@tfzq.com

何宇航 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三只松鼠-公司点评:深度绑定骨干员工，3年200亿目标可期》 2024-05-06
- 《三只松鼠-季报点评:高端性价比战略有效性持续验证，营收重回百亿可期》 2024-04-17
- 《三只松鼠-年报点评报告:23年报点评：持续践行高端性价比战略，24年期待重回百亿》 2024-03-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	171.24	327.72	1,465.05	1,910.33	2,482.11
应收票据及应收账款	394.16	594.04	324.12	1,075.28	870.19
预付账款	80.98	116.54	110.91	212.31	214.71
存货	1,071.02	1,387.64	2,278.47	2,573.77	3,570.10
其他	1,599.64	1,901.40	1,718.95	1,743.47	1,834.40
流动资产合计	3,317.04	4,327.35	5,897.50	7,515.16	8,971.50
长期股权投资	6.38	21.24	21.24	21.24	21.24
固定资产	521.51	506.75	579.95	586.90	560.72
在建工程	274.90	252.38	126.19	63.10	31.55
无形资产	109.26	113.31	106.59	99.87	93.15
其他	306.71	322.03	303.34	288.82	265.05
非流动资产合计	1,218.77	1,215.71	1,137.32	1,059.93	971.72
资产总计	4,535.80	5,543.07	7,034.81	8,575.09	9,943.22
短期借款	50.00	300.00	851.92	1,115.36	1,266.33
应付票据及应付账款	1,063.46	1,548.47	1,870.65	2,735.23	3,286.55
其他	471.53	616.38	1,091.74	1,494.06	1,738.72
流动负债合计	1,584.99	2,464.85	3,814.31	5,344.65	6,291.61
长期借款	199.00	125.00	295.64	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.63	143.93	142.49	144.68	143.70
非流动负债合计	346.63	268.93	438.13	144.68	143.70
负债合计	2,192.40	3,029.20	4,252.44	5,489.33	6,435.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	469.16	513.83	513.83	513.83	513.83
留存收益	1,483.23	1,639.04	1,884.21	2,193.15	2,619.38
其他	(10.00)	(40.01)	(16.67)	(22.22)	(26.30)
股东权益合计	2,343.40	2,513.87	2,782.37	3,085.76	3,507.91
负债和股东权益总计	4,535.80	5,543.07	7,034.81	8,575.09	9,943.22

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	129.06	219.79	401.62	559.55	749.14
折旧摊销	76.14	68.67	59.71	62.87	64.44
财务费用	13.52	10.86	13.08	14.20	10.06
投资损失	(56.19)	(53.80)	(55.35)	(55.12)	(54.76)
营运资金变动	(327.78)	(208.02)	94.49	118.31	(71.37)
其它	238.53	296.65	0.37	1.00	1.00
经营活动现金流	73.27	334.16	513.91	700.81	698.51
资本支出	87.22	39.29	1.44	(2.19)	0.98
长期投资	0.18	14.86	0.00	0.00	0.00
其他	(272.89)	(333.99)	53.17	55.31	51.78
投资活动现金流	(185.48)	(279.84)	54.61	53.12	52.76
债权融资	(302.33)	203.72	701.91	(52.48)	147.49
股权融资	(17.34)	(85.50)	(133.11)	(256.17)	(326.98)
其他	185.23	(18.34)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(134.44)	99.89	568.80	(308.65)	(179.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(246.64)	154.20	1,137.33	445.28	571.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,293.16	7,114.58	10,464.67	13,645.21	17,729.37
营业成本	5,342.81	5,454.93	7,812.54	10,155.56	13,186.41
营业税金及附加	47.78	45.40	66.78	87.07	113.13
销售费用	1,532.84	1,237.52	1,831.32	2,346.98	3,013.99
管理费用	283.46	227.46	219.76	286.55	372.32
研发费用	38.44	24.92	36.65	47.79	62.10
财务费用	8.24	5.68	13.08	14.20	10.06
资产/信用减值损失	(7.34)	(9.23)	(11.72)	(9.43)	(10.12)
公允价值变动收益	0.53	0.06	0.37	1.00	1.00
投资净收益	56.19	53.80	55.35	55.12	54.76
其他	(187.33)	(204.08)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	177.53	278.13	528.55	753.76	1,016.99
营业外收入	27.65	40.91	52.02	40.19	44.38
营业外支出	4.69	5.41	7.48	5.86	6.25
利润总额	200.49	313.64	573.10	788.10	1,055.12
所得税	71.43	93.85	171.48	228.55	305.98
净利润	129.06	219.79	401.62	559.55	749.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	129.06	219.79	401.62	559.55	749.14
每股收益(元)	0.32	0.55	1.00	1.40	1.87

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-25.35%	-2.45%	47.09%	30.39%	29.93%
营业利润	-62.07%	56.67%	90.04%	42.61%	34.92%
归属于母公司净利润	-68.61%	70.30%	82.73%	39.32%	33.88%
获利能力					
毛利率	26.74%	23.33%	25.34%	25.57%	25.62%
净利率	1.77%	3.09%	3.84%	4.10%	4.23%
ROE	5.51%	8.74%	14.43%	18.13%	21.36%
ROIC	5.55%	9.34%	16.23%	24.75%	35.81%
偿债能力					
资产负债率	48.34%	54.65%	60.45%	64.01%	64.72%
净负债率	4.83%	6.61%	-9.21%	-23.97%	-32.90%
流动比率	1.80	1.57	1.55	1.41	1.43
速动比率	1.22	1.07	0.95	0.92	0.86
营运能力					
应收账款周转率	24.68	14.40	22.79	19.50	18.23
存货周转率	5.32	5.79	5.71	5.62	5.77
总资产周转率	1.52	1.41	1.66	1.75	1.91
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.55	1.00	1.40	1.87
每股经营现金流	0.18	0.83	1.28	1.75	1.74
每股净资产	5.84	6.27	6.94	7.70	8.75
估值比率					
市盈率	100.64	59.09	32.34	23.21	17.34
市净率	5.54	5.17	4.67	4.21	3.70
EV/EBITDA	41.94	26.02	20.01	14.07	10.39
EV/EBIT	57.44	32.48	22.14	15.20	11.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com