

三只松鼠(300783.SZ)

贯彻“高端性价比”，如期达成“重回百亿”目标

推荐（维持）

股价:26.98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)	108
流通A股市值(亿元)	75
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	58.1

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



事项:

公司发布2024年度报告，全年实现营业收入106.22亿元，同比增长49.30%；归母净利润 4.08亿元，同比增长85.51%；扣非归母净利润3.19亿元，同比增长214.33%。拟向全体股东每10股派发现金红利1.25元（含税）。

平安观点:

- 加速零食上新，构建“全品类”产品矩阵。** 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。24全年累计上线超1000款SKU。分产品来看，核心品类坚果24全年实现营收53.66亿元，同比增长40.76%，占比50.52%；烘焙类产品实现营收15.01亿元，同比增长38.26%，占比14.13%；肉制品实现营收9.61亿元，同比大幅增长60.19%，占比9.05%。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，24全年实现营收7.94亿元，占比7.48%。公司进一步孵化超大腕（方便速食）、蜻蜓教练（健康轻食）、东方颜究生（中式滋补）、巧可果（巧克力）、围裙阿姨（预制菜）、第二大脑（咖啡）、金牌奶爸（宠物食品）等多个子品牌，拓宽更多垂直品类覆盖，构建多品牌矩阵。
- 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,并在货架电商有效承接，带动综合电商稳步增长。公司24全年线上渠道实现营收74.07亿元，同比增长49.60%，占比69.73%。其中抖音系渠道贡献营收21.88亿元，同比增长81.73%；天猫系贡献营收19.37亿元，同比增长11.45%；京东系贡献营收13.40亿元，同比增长11.95%。在线下，公司重点聚焦分销业务，加速全品类适配与全渠道渗透。24全年线下渠道收入32.15亿元，同比增长48.62%，占比30.27%。其中整体分销业务营业收入26.41亿元，同比增长超80%。
- 规模效应下，利润率显著改善。** 公司2024全年实现毛利率24.25%，较

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,115	10,622	13,809	17,979	23,462
YOY(%)	-2.4	49.3	30.0	30.2	30.5
净利润(百万元)	220	408	537	747	972
YOY(%)	70.3	85.5	31.7	39.2	30.0
毛利率(%)	23.3	24.2	24.8	25.6	25.8
净利率(%)	3.1	3.8	3.9	4.2	4.1
ROE(%)	8.7	14.4	16.9	20.5	22.7
EPS(摊薄/元)	0.55	1.02	1.34	1.86	2.42
P/E(倍)	49.2	26.5	20.1	14.5	11.1
P/B(倍)	4.3	3.8	3.4	3.0	2.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

同期上升0.92pct，毛利率改善来自规模效应和供应链，尤其是坚果自产比例提升显著。销售/管理/财务费用率分别为17.58%/2.08%/0.06%，较同期上升0.19/下降 1.12/下降0.02pct，销售费用率上升主要是由于渠道拓展及品牌推广，管理费用率下降主要是由于组织变革与数字化效率的提升；全年实现净利率3.84%，较同期上升 0.75pct，盈利能力显著改善。

- **财务估值与预测：**根据公司2024年报，我们调整业绩预测，预计公司2025-2027年的归母净利润分别为5.37亿元（前值为5.35亿元）、7.47亿元（前值为7.40亿元）、9.72亿元（新增），对应的EPS分别为1.34/1.86/2.42元，对应3月28日收盘价的PE分别为20.1、14.5、11.1倍。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，维持“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；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。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,248	7,821	10,149	13,233
现金	866	1,381	1,798	2,346
应收票据及应收账款	560	876	1,140	1,488
其他应收款	42	44	57	75
预付账款	213	219	285	372
存货	2,083	2,471	3,183	4,142
其他流动资产	1,483	2,831	3,686	4,811
非流动资产	1,519	1,298	1,078	913
长期投资	25	26	27	28
固定资产	935	788	642	495
无形资产	113	94	75	56
其他非流动资产	446	390	334	334
资产总计	6,767	9,119	11,227	14,147
流动负债	3,782	5,835	7,508	9,842
短期借款	360	1,642	2,099	2,800
应付票据及应付账款	2,097	2,573	3,315	4,315
其他流动负债	1,325	1,620	2,094	2,728
非流动负债	150	105	60	24
长期借款	65	20	-24	-61
其他非流动负债	85	85	85	85
负债合计	3,932	5,940	7,569	9,866
少数股东权益	8	8	8	8
股本	401	401	401	401
资本公积	535	535	535	535
留存收益	1,891	2,235	2,715	3,337
归属母公司股东权益	2,827	3,171	3,650	4,273
负债和股东权益	6,767	9,119	11,227	14,147

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	580	-490	347	329
净利润	407	537	747	971
折旧摊销	99	222	222	165
财务费用	7	42	76	97
投资损失	-49	-53	-53	-53
营运资金变动	77	-1,287	-695	-903
其他经营现金流	38	50	50	50
投资活动现金流	95	2	2	2
资本支出	258	0	-0	0
长期投资	379	0	0	0
其他投资现金流	-542	2	2	2
筹资活动现金流	-156	1,003	68	218
短期借款	60	1,282	457	701
长期借款	-126	-45	-45	-37
其他筹资现金流	-90	-234	-344	-446
现金净增加额	518	515	417	548

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,622	13,809	17,979	23,462
营业成本	8,046	10,384	13,376	17,409
税金及附加	52	67	88	115
营业费用	1,868	2,347	3,056	3,989
管理费用	221	318	414	540
研发费用	28	41	54	70
财务费用	7	42	76	97
资产减值损失	-20	-20	-26	-34
信用减值损失	-2	-0	-0	-0
其他收益	55	84	84	84
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	49	53	53	53
资产处置收益	2	3	3	3
营业利润	484	729	1,029	1,349
营业外收入	58	42	42	42
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	537	766	1,066	1,386
所得税	130	229	319	415
净利润	407	537	747	971
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	408	537	747	972
EBITDA	644	1,029	1,364	1,648
EPS（元）	1.02	1.34	1.86	2.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	49.3	30.0	30.2	30.5
营业利润(%)	74.1	50.5	41.2	31.1
归属于母公司净利润(%)	85.5	31.7	39.2	30.0
获利能力				
毛利率(%)	24.2	24.8	25.6	25.8
净利率(%)	3.8	3.9	4.2	4.1
ROE(%)	14.4	16.9	20.5	22.7
ROIC(%)	12.4	16.5	16.0	17.7
偿债能力				
资产负债率(%)	58.1	65.1	67.4	69.7
净负债比率(%)	-15.6	8.9	7.6	9.2
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	19.0	15.8	15.8	15.8
应付账款周转率	3.8	4.0	4.0	4.0
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.34	1.86	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	-1.22	0.87	0.82
每股净资产(最新摊薄)	7.05	7.91	9.10	10.66
估值比率				
P/E	26.5	20.1	14.5	11.1
P/B	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	23.6	12.1	9.5	8.2

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:

此报告旨为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。



平安证券研究所			电话:4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	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	