

重返百亿顺利实现

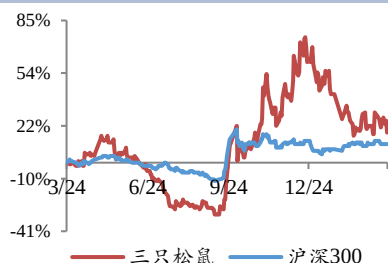
——三只松鼠 2024 年报

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-29

收盘价（元）	26.98
近 12 个月最高/最低（元）	42.72/15.45
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）	108
流通市值（亿元）	75

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

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年业绩：

- **24Q4**：营业总收入 34.5 亿元 (+36.35%)，归母净利润 0.7 亿元 (32.63%)，扣非归母净利润 0.5 亿元 (229.16%)。
- **24 年**：营业总收入 106.2 亿元 (+49.30%)，归母净利润 4.1 亿元 (+85.51%)，扣非归母净利润 3.2 亿元 (+214.33%)。
- **24Q4 表现达到预告中枢。**

● 收入：线下与抖音渠道表现突出

- 24H2 公司线下/线上营收分别同比增长 45.0%/23.6%，**线下业务表现好于线上**，同期线下业务占比营收提升 3.8pct 至 40.2%。分渠道看：
 - ①**线下**：我们预计 **24Q4 同比增速大于 45%，环比 Q3 加速**。通过推出高端性价比产品，公司分销渠道改革顺利，经销商接受度较高，带动年货节线下分销增速超过 60%，其中坚果礼盒保持 30% 稳健增长，瓜子销售额达 1 亿。24 全年公司线下分销业务达 26.41 亿元，同比增长超 80%。
 - ②**线上**：我们预计 **24Q4 同比增长约 25%，其中抖音为线上主要驱动**。参考久谦与蝉妈妈数据，24Q4 天猫/京东/抖音 GMV 分别同比增长 18.9%/24.6%/71.6%，抖音凭借贾乃亮代言与 40 元性价比礼盒，24Q4 GMV 达 1.95 亿元，高基数下增长可观。

● 利润：盈利能力延续提升趋势

- **毛利率**：24Q4/24A 公司毛利率分别达 21.77%/30.47%，分别同比提升 1.0/0.9pct，毛利率提升主要源自规模效应+供应链提效。公司通过建设 4 大集约化生产基地，坚果/零食自产比例持续提升。
- **净利率**：24Q4 公司销售/管理费率各同比+0.3/-0.5pct，**组织变革带动公司人效延续上升趋势**，规模效应提升有效摊薄年货节费用投放。24A 公司销售/管理费率各同比+0.2/-1.1pct，人效提升贡献盈利弹性。24Q4/24A 公司归母净利率各同比-0.06/+0.75pct 至 1.92%/3.84%，其中 24Q4 归母净利率下降主要因其他收益受政府补助减少影响。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

24 年公司在产品、渠道、供应链及组织多重改革下，顺利达成百亿营收目标。25 年我们预计公司的线上“D+N”战略与线下分销改革将持续；通过并购切入硬折扣业态，营收仍有额外增量空间；拟发行 H 股加速出海，提升全球品牌影响力并完善全球供应链建设。

盈利预测：考虑到公司线下渠道推广仍需维持费用投放力度，我们更

新原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 138.97/177.62/205.66 亿元（25-26 原值分别为 138.91/177.45 亿元），同比+30.8%/27.8%/15.8%；实现归母净利润 5.37/7.23/9.09 亿元（25-26 原值分别为 5.80/8.60 亿元），同比+31.8%/34.6%/25.7%；当前股价对应 PE 分别为 20/15/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

渠道改革不及预期，成本风险，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622	13897	17762	20566
收入同比 (%)	49.3%	30.8%	27.8%	15.8%
归属母公司净利润	408	537	723	909
净利润同比 (%)	85.5%	31.8%	34.6%	25.7%
毛利率 (%)	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%
ROE (%)	14.4%	17.2%	20.6%	22.6%
每股收益 (元)	1.02	1.34	1.80	2.27
P/E	36.15	20.13	14.96	11.90
P/B	5.23	3.47	3.07	2.69
EV/EBITDA	25.62	12.96	9.64	7.65

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 3 月 28 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5248	6559	7982	9154	营业收入	10622	13897	17762	20566
现金	866	1147	1313	1530	营业成本	8046	10489	13381	15432
应收账款	560	695	839	914	营业税金及附加	52	76	98	113
其他应收款	42	36	46	53	销售费用	1868	2501	3144	3579
预付账款	213	224	286	330	管理费用	221	278	355	411
存货	2083	2668	3404	3926	财务费用	7	-6	-11	-13
其他流动资产	1483	1789	2095	2401	资产减值损失	-20	0	0	0
非流动资产	1519	1823	2109	2387	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	49	64	81	94
固定资产	843	1148	1433	1711	营业利润	484	663	911	1159
无形资产	113	113	113	113	营业外收入	58	58	58	58
其他非流动资产	538	538	538	538	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	6767	8382	10091	11541	利润总额	537	716	965	1212
流动负债	3782	5104	6414	7365	所得税	130	179	241	303
短期借款	360	420	480	540	净利润	407	537	723	909
应付账款	2097	2977	3799	4381	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1325	1706	2136	2444	归属母公司净利润	408	537	723	909
非流动负债	150	150	150	150	EBITDA	564	791	1054	1307
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.34	1.80	2.27
其他非流动负债	150	150	150	150	主要财务比率				
负债合计	3932	5253	6564	7515	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	8	8	8	8	成长能力				
股本	401	401	401	401	营业收入	49.3%	30.8%	27.8%	15.8%
资本公积	535	535	535	535	营业利润	74.1%	37.0%	37.4%	27.2%
留存收益	1891	2185	2583	3083	归属于母公司净利	85.5%	31.8%	34.6%	25.7%
归属母公司股东权	2827	3121	3519	4019	获利能力				
负债和股东权益	6767	8382	10091	11541	毛利率 (%)	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%
现金流量表					净利率 (%)	3.8%	3.9%	4.1%	4.4%
单位:百万元					ROE (%)	14.4%	17.2%	20.6%	22.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	10.0%	14.3%	17.1%	19.0%
经营活动现金流	602	746	697	821	偿债能力				
净利润	407	537	723	909	资产负债率 (%)	58.1%	62.7%	65.1%	65.1%
折旧摊销	121	81	100	108	净负债比率 (%)	138.7%	167.9%	186.1%	186.6%
财务费用	11	13	14	16	流动比率	1.39	1.29	1.24	1.24
投资损失	-49	-64	-81	-94	速动比率	0.39	0.37	0.34	0.34
营运资金变动	113	232	-6	-64	营运能力				
其他经营现金流	291	253	677	920	总资产周转率	1.73	1.83	1.92	1.90
投资活动现金流	95	-269	-252	-239	应收账款周转率	18.41	22.15	23.16	23.47
资本支出	-264	-333	-333	-333	应付账款周转率	4.41	4.13	3.95	3.77
长期投资	379	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-20	64	81	94	每股收益	1.02	1.34	1.80	2.27
筹资活动现金流	-156	-194	-280	-365	每股经营现金流 (摊	1.50	1.86	1.74	2.05
短期借款	60	60	60	60	每股净资产	7.05	7.78	8.77	10.02
长期借款	-125	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	36.15	20.13	14.96	11.90
资本公积增加	21	0	0	0	P/B	5.23	3.47	3.07	2.69
其他筹资现金流	-112	-254	-340	-425	EV/EBITDA	25.62	12.96	9.64	7.65
现金净增加额	539	281	166	217					

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。