

“高端性价比”战略显效，营收重回百亿

2025 年 03 月 31 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报，公司 2024 年实现收入 106.22 亿元，同比+49.30%；实现归母净利润 4.08 亿元，同比+85.51%；扣非后净利润实现 3.19 亿元，同比+214.33%。其中 24Q4 实现收入 34.53 亿元，同比+36.35%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比+32.63%；扣非后净利润实现 0.53 亿元，同比+229.16%。2024 年毛利率实现 24.25%，同比+0.92pct；其中 2024Q4 毛利率为 21.77%，同比+1.01pct，公司毛利率提升主要得益于规模效应的显现和公司自产比例的提升。2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比变动分别为+0.19pct/-1.11pct/-0.08pct/-0.02pct；其中 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比变动分别为+0.30pct/-0.53pct/+0.06pct/-0.10pct。2024 年实现净利率 3.84%，同比+0.75pct；2024Q4 净利率为 1.93%，同比-0.05pct。

➤ **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。2024 年公司线上渠道实现收入 74.07 亿元，占比为 70%左右。抖音渠道实现 82% 的增长，收入达到 21.88 亿元，天猫/京东平台分别为 19.37、13.4 亿元，同比分别增长 11.45%、11.95%。线下分销拓展顺利，实现 26.41 亿元，同比增长超 80%。公司在新分销体系下，延续高端性价比战略，经销商数量净增 809 个，实现 1871 个经销商；门店业务方面，2024 年线下门店累计开设 333 家，其中国民零食店 296 家，线下门店收入 4.04 亿元，其中国民零食店营业收入 3.46 亿元。

➤ **全品类供应链、多品牌矩阵布局，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。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腕（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。

➤ **投资建议：**我们看好公司“制造型自有品牌零售商”的商业模式、“品销合一”网络型组织、“高端性价比”总战略、“全品类、全渠道”的经营方式。预计公司 2025-2027 营业收入分别为 135/178/214 亿元，同比+27%/32%/20%；公司归母净利润分别为 5.0/7.0/8.8 亿元，同比+24%/38%/27%，当前股价对应 P/E 分别为 21/16/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,622	13,534	17,808	21,381
增长率 (%)	49.3	27.4	31.6	20.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	408	504	695	879
增长率 (%)	85.5	23.5	38.0	26.5
每股收益 (元)	1.02	1.26	1.73	2.19
PE	27	21	16	12
PB	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.98 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 三只松鼠 (300783.SZ) 2024 年三季度业绩点评：新分销稳步推进，三季度业绩高增-2024/10/28
- 三只松鼠 (300783.SZ) 2024 年中报点评：延续高增长趋势，分销业务稳步推进-2024/08/30
- 三只松鼠 (300783.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评：增长势能延续，百亿目标达成可期-2024/07/17
- 三只松鼠 (300783.SZ) 首次覆盖报告：战略转型焕新篇，轻舟已过万重山-2024/05/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,622	13,534	17,808	21,381
营业成本	8,046	10,216	13,426	16,004
营业税金及附加	52	81	98	107
销售费用	1,868	2,341	3,027	3,635
管理费用	221	399	525	631
研发费用	28	68	62	86
EBIT	443	537	758	1,026
财务费用	7	3	1	-3
资产减值损失	-20	-10	-10	-11
投资收益	49	100	132	107
营业利润	484	628	883	1,128
营业外收支	53	44	44	44
利润总额	537	672	927	1,172
所得税	130	168	232	293
净利润	407	504	695	879
归属于母公司净利润	408	504	695	879
EBITDA	564	662	889	1,150

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	866	1,227	1,892	2,517
应收账款及票据	560	871	998	1,199
预付款项	213	153	201	240
存货	2,083	2,402	3,161	3,767
其他流动资产	1,525	1,538	1,556	1,542
流动资产合计	5,248	6,192	7,808	9,266
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	843	851	859	867
无形资产	113	113	113	113
非流动资产合计	1,519	1,533	1,542	1,559
资产合计	6,767	7,726	9,350	10,824
短期借款	360	360	360	360
应付账款及票据	2,097	2,497	3,133	3,556
其他流动负债	1,325	1,480	1,897	2,240
流动负债合计	3,782	4,337	5,390	6,156
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	150	150	150	150
非流动负债合计	150	150	150	150
负债合计	3,932	4,487	5,540	6,306
股本	401	401	401	401
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	2,835	3,239	3,810	4,518
负债和股东权益合计	6,767	7,726	9,350	10,824

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	49.30	27.42	31.58	20.06
EBIT 增长率	85.20	21.29	41.14	35.35
净利润增长率	85.51	23.55	38.02	26.46
盈利能力 (%)				
毛利率	24.25	24.52	24.61	25.15
净利润率	3.84	3.72	3.90	4.11
总资产收益率 ROA	6.03	6.52	7.44	8.12
净资产收益率 ROE	14.42	15.59	18.29	19.49
偿债能力				
流动比率	1.39	1.43	1.45	1.51
速动比率	0.39	0.50	0.55	0.61
现金比率	0.23	0.28	0.35	0.41
资产负债率 (%)	58.10	58.08	59.25	58.26
经营效率				
应收账款周转天数	19.56	18.95	18.74	18.33
存货周转天数	77.65	79.04	74.58	77.92
总资产周转率	1.73	1.87	2.09	2.12
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.26	1.73	2.19
每股净资产	7.05	8.06	9.48	11.25
每股经营现金流	1.50	1.15	1.89	1.97
每股股利	0.25	0.31	0.43	0.54
估值分析				
PE	27	21	16	12
PB	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	18.59	15.84	11.78	9.11
股息收益率 (%)	0.93	1.14	1.58	2.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	407	504	695	879
折旧和摊销	121	124	131	124
营运资金变动	113	-38	93	-78
经营活动现金流	602	460	756	789
资本开支	-264	-71	-71	-71
投资	379	0	0	0
投资活动现金流	95	29	61	36
股权募资	8	0	0	0
债务募资	-48	0	0	0
筹资活动现金流	-156	-129	-152	-199
现金净流量	539	361	665	625

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048