

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.98
总股本/流通股本(亿股)	4.01 / 2.80
总市值/流通市值(亿元)	108 / 75
52周内最高/最低价	40.32 / 15.86
资产负债率(%)	58.1%
市盈率	26.45
第一大股东	章燎源

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

三只松鼠(300783)

营收利润双突破，渠道与品类协同发力

● 事件

公司 2024 年度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 106.22/106.22/4.08/3.19 亿元，同比 49.3%/49.3%/85.51%/214.33%。公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 34.53/34.53/0.67/0.53 亿元，同比 36.35%/36.35%/32.63%/229.16%。

● 投资要点

坚果品类保持高增，线下分销实现翻倍式增长。分产品，2024 年坚果/烘焙/肉制品/果干/综合分别实现收入 53.66/15.01/9.61/5.82/20.17 亿元，同比 40.76%/38.26%/60.19%/66.49%/85.06%。分渠道看，2024 年度公司线上/线下分别实现收入 74.07/32.15 亿元，同比+49.60%/48.62%，其中线上渠道中，抖音/天猫/京东分别实现收入 21.88/19.37/13.4 亿元，同比+81.73%/11.45%/11.95%。分品牌，三只松鼠/小鹿蓝蓝分别实现收入 98.25/7.94 亿元。

坚果自产比例提升带动毛利率改善，全年净利率提升。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 24.25%/3.84%，分别同比 0.92/0.75pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.58%/2.08%/0.27%/0.06%，分别同比 0.19/-1.11/-0.08/-0.02pct。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 21.77%/1.93%，分别同比 1.01/-0.05pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.61%/2.02%/0.3%/0.02%，分别同比 0.3/-0.53/0.06/-0.1pct。

2025 年收入规划积极。(1) 从品类角度看，饮料赛道以高端性价比破局，复制零食成功路径。将饮料作为新增长极，计划推出数十款产品，通过“高端性价比”策略，打破传统大单品垄断，依托供应链优势切入赛道。(2) 从渠道角度来看，抖快线上深化品类孵化，线下分销加速扩张。抖快仍为最高效渠道，通过“抖+N”模式打造爆款，利用流量效率优化供应链，延伸品类边界。线下分销预计保持高速扩张趋势，增加网点渗透率，推进数字化分销与联合选品机制。(3) 供应链角度，国内加速四大集约化生产基地建设，提升坚果、零食自产比例，海外布局柬埔寨工厂预计将于今年 5-6 月投产，支撑品类延伸与成本控制，为饮料、零食等新品类提供规模化生产保障，构建竞争壁垒。(4) 费用角度看，2025 年线下分销扩张、人员扩充将增加短期费用，但规模效应有望降低物流费率与人效提升。

● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年年报业绩情况，我们调整 2025 年-2026 年营业收入预测至 136.19/172.42 亿元（原预测为 136.27/167.04 亿元），同比 +28.21%/+26.60%，调整 2025 年-2026 年归母净利润预测至 5.09/6.91 亿元（原预测为 5.45/7.52 亿元），同比 +24.89%/+35.65%，给予 2027 年营收利润预测分别为 205.15/8.73 亿元，分别同比 +18.98%/26.34%。对应三年 EPS 分别为 1.27/1.72/2.18 元，对应当前股价 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10622	13619	17242	20515
增长率(%)	49.30	28.21	26.60	18.98
EBITDA（百万元）	643.66	868.48	1144.48	1343.82
归属母公司净利润（百万元）	407.74	509.22	690.75	872.67
增长率(%)	85.51	24.89	35.65	26.34
EPS(元/股)	1.02	1.27	1.72	2.18
市盈率（P/E）	26.53	21.25	15.66	12.40
市净率（P/B）	3.83	3.37	2.99	2.62
EV/EBITDA	23.64	14.37	11.26	9.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10622	13619	17242	20515	营业收入	49.3%	28.2%	26.6%	19.0%
营业成本	8046	10119	12759	15140	营业利润	74.1%	32.5%	37.7%	27.7%
税金及附加	52	72	102	113	归属于母公司净利润	85.5%	24.9%	35.6%	26.3%
销售费用	1868	2520	3121	3672	获利能力				
管理费用	221	320	371	431	毛利率	24.2%	25.7%	26.0%	26.2%
研发费用	28	34	45	41	净利率	3.8%	3.7%	4.0%	4.3%
财务费用	7	42	76	89	ROE	14.4%	15.9%	19.1%	21.1%
资产减值损失	-20	-15	-25	-30	ROIC	12.4%	15.7%	14.7%	16.0%
营业利润	484	642	884	1128	偿债能力				
营业外收入	58	42	42	40	资产负债率	58.1%	64.5%	66.9%	67.3%
营业外支出	5	5	5	5	流动比率	1.39	1.34	1.34	1.36
利润总额	537	679	921	1163	营运能力				
所得税	130	170	230	291	应收账款周转率	18.97	15.77	15.77	15.77
净利润	407	509	691	872	存货周转率	3.86	4.20	4.20	4.20
归母净利润	408	509	691	873	总资产周转率	1.57	1.50	1.58	1.62
每股收益(元)	1.02	1.27	1.72	2.18	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.02	1.27	1.72	2.18
货币资金	866	1362	1724	2051	每股净资产	7.05	8.00	9.02	10.32
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	560	864	1094	1301	PE	26.53	21.25	15.66	12.40
预付款项	213	216	273	325	PB	3.83	3.37	2.99	2.62
存货	2083	2408	3036	3602	现金流量表				
流动资产合计	5248	7685	9717	11551	净利润	407	373	558	750
固定资产	935	847	759	671	折旧和摊销	99	148	148	92
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	77	-1268	-600	-542
无形资产	113	109	105	102	其他	-16	163	197	204
非流动资产合计	1519	1372	1225	1134	经营活动现金流净额	568	-583	303	503
资产总计	6767	9056	10941	12686	资本开支	-258	0	0	0
短期借款	360	1629	2064	2343	其他	354	13	10	7
应付票据及应付账款	2097	2508	3162	3752	投资活动现金流净额	95	13	10	7
其他流动负债	1325	1588	2003	2378	股权融资	21	0	0	0
流动负债合计	3782	5724	7229	8474	债务融资	-66	1234	406	261
其他	150	116	86	68	其他	-111	-169	-357	-444
非流动负债合计	150	116	86	68	筹资活动现金流净额	-156	1065	49	-182
负债合计	3932	5840	7315	8542	现金及现金等价物净增加额	505	496	362	327
股本	401	401	401	401					
资本公积金	535	535	535	535					
未分配利润	1891	2273	2683	3201					
少数股东权益	8	8	8	8					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2835	3217	3626	4144					
负债和所有者权益总计	6767	9056	10941	12686					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048