

# 三只松鼠（300783）

## 线上/线下分销齐发力，重回百亿规模

**事件：**2024 年公司收入/归母净利润分别为 106.22/4.08 亿元（同比+49.30%/+85.51%）；24Q4 公司收入/归母净利润分别为 34.53/0.67 亿元（同比+36.35%/+32.63%）。

**所有品类均有增长，坚果/烘焙占比下降。**2024 年三只松鼠/小鹿蓝蓝品牌营收 98.25/7.94 亿元，同比+50.57%/35.03%，其中 24H2 同比+32.86%/+14.89%。坚果/烘焙/肉制品果干/综合/其他品类营收 53.66/15.01/9.61/5.82/20.17/1.94 亿元，同增 40.76%/38.26%/60.19%/66.49%/85.06%/9.83%，坚果/烘焙占比下降 3.07/1.13pct 至 50.52%/14.13%，肉制品/果干/综合占比同增 0.61/0.57/3.67pct 至 9.05%/5.48%/18.99%。24 年瓜子、花生、板栗和豌豆销售额超亿，公司累计上线超 1000 款 SKU，其中水牛乳干层吐司等上线数月突破千万销售。公司投资建设华东零食产业园（弋江），规划七大零食工厂，目前肉食、手撕面包及蛋黄酥工厂全面投产，大幅提升零食自产比例。

**线上渠道快速增长，线下分销初见成效。线上渠道：**2024 年线上营收 74.07 亿元，同比+49.60%，其中抖音/天猫/京东/其他营收 21.88/19.37/13.40/19.42 亿元，同增 81.73%/11.45%/11.95%/139.16%，抖音渠道在“D+N”全渠道协同体系下快速增长。**线下渠道：**2024 年线下营收 32.15 亿元，同比+48.62%，其中分销 26.41 亿元，同增 80%+。经销商数量净增 809 家至 1871 家。线下门店累计开设 333 家（同比-82 家），收入 4.04 亿元（同比+13%）；其中国民零食店 296 家（同比+147 家），收入 3.46 亿元（同比+276%）。**利润率改善，管理费用率下降明显。**24 年公司毛利率/净利率同增 0.92/0.75pct 至 24.25%/3.84%；销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+0.19/-1.11/-0.02pct 至 17.58%/2.08%/0.06%，销售费用同比增加主要系广告宣传费增加，管理费用基本持平。24Q4 毛利率/净利率同增 1.01/-0.06pct 至 21.77%/1.92%；销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+0.30/-0.53/-0.10pct 至 16.61%/2.02%/0.02%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.25 元（含税），累计现金分红占 2024 年归母净利润 24.57%。同时公司计划发行 H 股股票。

**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，线下分销和线上有望继续维持较高增速。预计公司 25-27 年实现营收为 138/173/208 亿元，同增 30%/25%/21%，归母净利润为 5.5/7.2/9.0 亿元，同增 34%/31%/25%，对应 PE 分别为 20X/15X/12X，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；原材料价格波动等风险。

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 7,114.58 | 10,622.05 | 13,785.08 | 17,265.50 | 20,831.93 |
| 增长率(%)        | (2.45)   | 49.30     | 29.78     | 25.25     | 20.66     |
| EBITDA(百万元)   | 271.39   | 561.04    | 810.44    | 1,050.41  | 1,290.98  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 219.79   | 407.74    | 547.56    | 717.44    | 895.70    |
| 增长率(%)        | 70.30    | 85.51     | 34.29     | 31.02     | 24.85     |
| EPS(元/股)      | 0.55     | 1.02      | 1.37      | 1.79      | 2.23      |
| 市盈率(P/E)      | 49.22    | 26.53     | 19.76     | 15.08     | 12.08     |
| 市净率(P/B)      | 4.30     | 3.83      | 3.42      | 2.96      | 2.50      |
| 市销率(P/S)      | 1.52     | 1.02      | 0.78      | 0.63      | 0.52      |
| EV/EBITDA     | 26.02    | 24.69     | 12.35     | 8.83      | 6.86      |

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2025 年 03 月 31 日

### 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   | 26.98 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)   | 10,818.98   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,543.50    |
| 每股净资产(元)      | 7.05        |
| 资产负债率(%)      | 58.10       |
| 一年内最高/最低(元)   | 42.88/15.51 |

### 作者

|                           |                         |
|---------------------------|-------------------------|
| 张潇倩                       | 分析师                     |
| SAC 执业证书编号：S1110524060003 | zhangxiaocqian@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

- 1 《三只松鼠-公司点评:24 年顺利收官，线下分销实现高增长》 2025-02-05
- 2 《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
- 3 《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

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E            | 2027E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 327.72          | 866.30          | 1,929.91        | 2,417.17         | 2,916.47         |
| 应收票据及应收账款        | 594.04          | 560.02          | 949.80          | 1,105.21         | 1,236.28         |
| 预付账款             | 116.54          | 213.11          | 154.06          | 329.26           | 260.63           |
| 存货               | 1,387.64        | 2,083.46        | 2,690.24        | 3,074.53         | 3,864.20         |
| 其他               | 1,901.40        | 1,525.30        | 1,699.66        | 1,738.14         | 1,682.43         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,327.35</b> | <b>5,248.18</b> | <b>7,423.66</b> | <b>8,664.32</b>  | <b>9,960.00</b>  |
| 长期股权投资           | 21.24           | 24.60           | 24.60           | 24.60            | 24.60            |
| 固定资产             | 506.75          | 842.74          | 923.13          | 996.01           | 1,061.40         |
| 在建工程             | 252.38          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 无形资产             | 113.31          | 112.83          | 105.22          | 97.61            | 90.01            |
| 其他               | 322.03          | 538.35          | 378.65          | 339.91           | 359.67           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,215.71</b> | <b>1,518.52</b> | <b>1,431.60</b> | <b>1,458.13</b>  | <b>1,535.68</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,543.07</b> | <b>6,766.69</b> | <b>8,855.26</b> | <b>10,122.45</b> | <b>11,495.68</b> |
| 短期借款             | 300.00          | 360.00          | 1,445.22        | 1,144.90         | 1,240.26         |
| 应付票据及应付账款        | 1,548.47        | 2,096.66        | 2,610.22        | 3,339.47         | 3,751.50         |
| 其他               | 616.38          | 976.84          | 1,479.84        | 1,827.85         | 2,027.89         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,464.85</b> | <b>3,433.51</b> | <b>5,535.28</b> | <b>6,312.22</b>  | <b>7,019.65</b>  |
| 长期借款             | 125.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 143.93          | 149.81          | 147.12          | 146.96           | 147.96           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>268.93</b>   | <b>149.81</b>   | <b>147.12</b>   | <b>146.96</b>    | <b>147.96</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,029.20</b> | <b>3,931.71</b> | <b>5,682.40</b> | <b>6,459.17</b>  | <b>7,167.61</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 8.07            | 8.07            | 8.07             | 8.07             |
| 股本               | 401.00          | 401.00          | 401.00          | 401.00           | 401.00           |
| 资本公积             | 513.83          | 534.69          | 534.69          | 534.69           | 534.69           |
| 留存收益             | 1,639.04        | 1,896.54        | 2,247.54        | 2,740.77         | 3,399.31         |
| 其他               | (40.01)         | (5.31)          | (18.44)         | (21.25)          | (15.00)          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,513.87</b> | <b>2,834.98</b> | <b>3,172.86</b> | <b>3,663.28</b>  | <b>4,328.07</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5,543.07</b> | <b>6,766.69</b> | <b>8,855.26</b> | <b>10,122.45</b> | <b>11,495.68</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 219.79          | 407.47          | 547.56          | 717.44          | 895.70          |
| 折旧摊销           | 68.67           | 99.45           | 77.22           | 84.72           | 92.22           |
| 财务费用           | 10.86           | 11.12           | 15.14           | 20.97           | 16.32           |
| 投资损失           | (53.80)         | (48.57)         | (52.85)         | (51.74)         | (51.05)         |
| 营运资金变动         | (208.02)        | 362.56          | (233.41)        | 352.33          | (205.75)        |
| 其它             | 296.65          | (230.29)        | 20.00           | 1.00            | 1.00            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>334.16</b>   | <b>601.74</b>   | <b>373.66</b>   | <b>1,124.71</b> | <b>748.43</b>   |
| 资本支出           | 39.29           | 137.95          | 152.69          | 150.17          | 148.99          |
| 长期投资           | 14.86           | 3.36            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (333.99)        | (45.85)         | (289.84)        | (250.43)        | (249.94)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(279.84)</b> | <b>95.46</b>    | <b>(137.15)</b> | <b>(100.26)</b> | <b>(100.95)</b> |
| 债权融资           | 203.72          | (38.60)         | 1,036.79        | (310.18)        | 82.72           |
| 股权融资           | (85.50)         | 5.47            | (209.69)        | (227.02)        | (230.91)        |
| 其他             | (18.34)         | (122.90)        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>99.89</b>    | <b>(156.04)</b> | <b>827.10</b>   | <b>(537.19)</b> | <b>(148.19)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>154.20</b>   | <b>541.17</b>   | <b>1,063.62</b> | <b>487.26</b>   | <b>499.30</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>7,114.58</b> | <b>10,622.05</b> | <b>13,785.08</b> | <b>17,265.50</b> | <b>20,831.93</b> |
| 营业成本             | 5,454.93        | 8,046.21         | 10,262.25        | 12,836.39        | 15,469.12        |
| 营业税金及附加          | 45.40           | 51.86            | 67.30            | 84.29            | 101.71           |
| 销售费用             | 1,237.52        | 1,867.66         | 2,481.31         | 3,038.73         | 3,637.25         |
| 管理费用             | 227.46          | 221.17           | 289.49           | 362.58           | 437.47           |
| 研发费用             | 24.92           | 28.39            | 36.84            | 46.15            | 55.68            |
| 财务费用             | 5.68            | 6.84             | 15.14            | 20.97            | 16.32            |
| 资产/信用减值损失        | (9.23)          | (21.59)          | (12.72)          | (14.51)          | (16.27)          |
| 公允价值变动收益         | 0.06            | 0.00             | 20.00            | 1.00             | 1.00             |
| 投资净收益            | 53.80           | 48.57            | 52.85            | 51.74            | 51.05            |
| 其他               | (204.08)        | (111.28)         | 0.00             | 0.00             | (0.00)           |
| <b>营业利润</b>      | <b>278.13</b>   | <b>484.22</b>    | <b>692.87</b>    | <b>914.63</b>    | <b>1,150.16</b>  |
| 营业外收入            | 40.91           | 58.41            | 42.32            | 47.22            | 49.32            |
| 营业外支出            | 5.41            | 5.26             | 5.12             | 5.26             | 5.21             |
| <b>利润总额</b>      | <b>313.64</b>   | <b>537.37</b>    | <b>730.08</b>    | <b>956.58</b>    | <b>1,194.26</b>  |
| 所得税              | 93.85           | 129.90           | 182.52           | 239.15           | 298.57           |
| <b>净利润</b>       | <b>219.79</b>   | <b>407.47</b>    | <b>547.56</b>    | <b>717.44</b>    | <b>895.70</b>    |
| 少数股东损益           | 0.00            | (0.26)           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>219.79</b>   | <b>407.74</b>    | <b>547.56</b>    | <b>717.44</b>    | <b>895.70</b>    |
| 每股收益（元）          | 0.55            | 1.02             | 1.37             | 1.79             | 2.23             |

| 主要财务比率         | 2023   | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |         |         |         |
| 营业收入           | -2.45% | 49.30%  | 29.78%  | 25.25%  | 20.66%  |
| 营业利润           | 56.67% | 74.10%  | 43.09%  | 32.01%  | 25.75%  |
| 归属于母公司净利润      | 70.30% | 85.51%  | 34.29%  | 31.02%  | 24.85%  |
| <b>获利能力</b>    |        |         |         |         |         |
| 毛利率            | 23.33% | 24.25%  | 25.56%  | 25.65%  | 25.74%  |
| 净利率            | 3.09%  | 3.84%   | 3.97%   | 4.16%   | 4.30%   |
| ROE            | 8.74%  | 14.42%  | 17.30%  | 19.63%  | 20.73%  |
| ROIC           | 9.34%  | 15.92%  | 28.06%  | 29.75%  | 41.46%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 54.65% | 58.10%  | 64.17%  | 63.81%  | 62.35%  |
| 净负债率           | 6.61%  | -14.26% | -13.11% | -32.55% | -36.80% |
| 流动比率           | 1.57   | 1.39    | 1.34    | 1.37    | 1.42    |
| 速动比率           | 1.07   | 0.84    | 0.86    | 0.89    | 0.87    |
| <b>营运能力</b>    |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 14.40  | 18.41   | 18.26   | 16.80   | 17.79   |
| 存货周转率          | 5.79   | 6.12    | 5.78    | 5.99    | 6.00    |
| 总资产周转率         | 1.41   | 1.73    | 1.76    | 1.82    | 1.93    |
| <b>每股指标（元）</b> |        |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.55   | 1.02    | 1.37    | 1.79    | 2.23    |
| 每股经营现金流        | 0.83   | 1.50    | 0.93    | 2.80    | 1.87    |
| 每股净资产          | 6.27   | 7.05    | 7.89    | 9.12    | 10.77   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |         |         |         |
| 市盈率            | 49.22  | 26.53   | 19.76   | 15.08   | 12.08   |
| 市净率            | 4.30   | 3.83    | 3.42    | 2.96    | 2.50    |
| EV/EBITDA      | 26.02  | 24.69   | 12.35   | 8.83    | 6.86    |
| EV/EBIT        | 32.48  | 27.50   | 13.66   | 9.60    | 7.38    |

## 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        |