



三只松鼠（300783.SZ）：抖音+分销带动业绩大幅提升，25年分销将进一步发力

事件：2024年公司实现营业收入106.22亿元，同比增长49.3%；归母净利润4.08亿元，同比增长85.51%；扣非净利润3.19亿元，同比增长214.33%。其中Q4营业收入34.53亿元，同比增长36.35%；归母净利润0.67亿元，同比增长32.63%；扣非净利润0.53亿元，同比增长229.16%。公司24年业绩符合股权激励制定的目标。

“高端性价比”战略+“一品一链”为重要推动力。公司24年进一步践行高端性价比战略，在做极致的性价比的同时，针对不同产品特点，定制专属供应链方案。以坚果品类为例，公司实现了大比例的自主制造，并通过优化采购、生产、物流等环节，在降低了单位生产成本的同时提升了产品的质量，进而稳定产品毛利率，增强企业在市场中的竞争力。零食方面，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已全面投产，大幅提升零食自产比例。此外，公司不断拓宽产品品类，24年公司重点推动籽坚果的爆款打造，其中瓜子、花生、板栗和豌豆四大籽坚果单品销售额均已超亿元。25年公司计划进一步拓展饮品赛道，在线下分销中大幅提升饮品占比，并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。

“D+N”发挥协同效应，分销渠道打开增长空间。分渠道来看，公司线上渠道占比约70%，其中，24年抖音收入21.88亿元，同比+81.73%，天猫收入19.37亿元，同比+11.45%，京东13.4亿，同比+11.95%，相比于上半年，下半年三个渠道基数较高，增速有所回落。然而，抖音作为拥有庞大用户群体的社交平台，是产品推广与销售的重要渠道，通过抖音打造出的多款优质单品将带动其他渠道增长，抖音渠道于公司具备重要战略意义。24年下半年，公司重点突破线下分销渠道，全年分销渠道收入26.41亿元，同比增长超80%。全年经销商1871家，较年初增加809家。公司经销渠道处于刚起步的阶段，面对庞大的线下市场公司拥有较大的增长潜力，就分布范围最广的夫妻老婆店来说，高端性价比战略契合该渠道特性，我们推测公司今年分销仍有大幅提升。

数字化驱动的“品销合一”网络型组织，费效比优化带动利润释放。公司打破传统科层制的管理系统，依托于数字化构建出248个小而美经营体，成功实践打造了互联网时代“品销合一”网络型组织，提升了公司整体运营效率。24年公司毛利率24.25%，同比+0.92pct，毛利率的提升主要得益于规模、供应链和自产比例的提升。其中，线上/线下毛利率分别为25.52%/21.32%，推测前期铺货阶段货折力度较大影响线下毛利率，预计随着自然动销提升，线下渠道毛利率有望逐步提升。管理费用率/销售费用率分别为2.08%/17.58%，分别同比-1.12/0.19pct。未来随着线下渠道规模化的进一步提升，线下利润率有望进一步提高从而带动公司整体净利润率水平的提升。

2025年4月1日

强烈推荐/维持

三只松鼠

公司报告

公司简介：

公司三只松鼠股份有限公司的主营业务为自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售。主要产品为炒货食品、坚果、果干、烘焙、肉制品等休闲食品。“三只松鼠”商标被国家知识产权局予以驰名商标保护。

资料来源：*iFinD*、公司公告

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

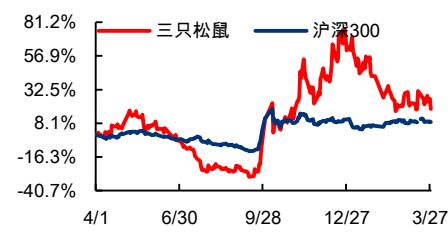
无

交易数据

52周股价区间（元）	40.32-15.86
总市值（亿元）	108.19
流通市值（亿元）	75.44
总股本/流通A股（万股）	40,100/40,100
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	5.88

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

盈利预测及投资评级：我们长期看好公司的发展，但短期考虑到 25 年春节错期对净利润的影响以及公司计划发行 H 股可能造成的稀释，我们下调 25 年盈利预测并增加 27 年盈利预测，维持 26 年盈利预测基本不变，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 133.13、167.18、189.68 亿元，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.73、7.00 和 9.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.18、1.75 和 2.27 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 23、15 和 12 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：抖音平台竞争愈发激烈；行业竞争加剧；原材料价格上涨，成本上升；分销不及预期；食品安全风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,114.58	10,622.05	13,312.61	16,718.43	18,968.37
增长率（%）	-2.45%	49.30%	25.33%	25.58%	13.46%
归母净利润（百万元）	219.79	407.74	472.88	699.94	911.04
增长率（%）	70.30%	85.51%	15.98%	48.02%	30.16%
净资产收益率（%）	8.74%	14.42%	16.13%	22.46%	27.28%
每股收益（元）	0.55	1.02	1.18	1.75	2.27
PE	49.51	26.70	23.09	15.60	11.99
PB	4.34	3.86	3.72	3.50	3.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元		
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产合计		4327	5248	6065	7099	7913	营业收入		7115	10622	13313	16718	18968	
货币资金		328	866	737	836	948	营业成本		5455	8046	10091	12556	14169	
应收账款		594	560	1094	1466	1715	营业税金及附加		45	52	75	88	103	
其他应收款		18	42	53	67	76	营业费用		1238	1868	2370	2959	3282	
预付款项		117	213	334	485	655	管理费用		227	221	226	234	247	
存货		1388	2083	2350	2752	3028	财务费用		6	7	8	8	9	
其他流动资产		1863	1483	1483	1483	1483	研发费用		25	28	36	45	51	
非流动资产合计		1216	1519	1434	1346	1270	资产减值损失		14.29	19.97	17.13	18.55	17.84	
长期股权投资		21	25	25	25	25	公允价值变动收益		0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产		507	843	775	708	640	投资净收益		53.80	48.57	53.42	58.77	64.64	
无形资产		113	113	106	100	94	加: 其他收益		115.83	55.02	35.00	5.00	0.00	
其他非流动资产		43	173	173	173	173	营业利润		278	484	579	874	1155	
资产总计		5543	6767	7499	8445	9182	营业外收入		40.91	58.41	49.66	54.04	51.85	
流动负债合计		2760	3782	4405	5170	5684	营业外支出		5.41	5.26	5.12	5.26	5.21	
短期借款		300	360	360	360	360	利润总额		314	537	623	923	1201	
应付账款		1548	2097	2593	3227	3642	所得税		94	130	151	223	290	
预收款项		0	0	0	0	0	净利润		220	407	473	700	911	
一年内到期的非流动负债		69	102	102	102	102	少数股东损益		0	0	0	0	0	
非流动负债合计		269	150	153	151	151	归属母公司净利润		220	408	473	700	911	
长期借款		125	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券		0	0	0	0	0	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			
负债合计		3029	3932	4558	5322	5835	成长能力							
少数股东权益		0	8	8	8	8	营业收入增长	-2.45%	49.30%	25.33%	25.58%	13.46%		
实收资本(或股本)		401	401	401	401	401	营业利润增长	56.67%	74.10%	19.56%	50.98%	32.10%		
资本公积		514	535	535	535	535	归属于母公司净利润增长	70.30%	85.51%	15.98%	48.02%	30.16%		
未分配利润		1485	1730	1839	1992	2192	获利能力							
归属母公司股东权益合计		2514	2827	2933	3116	3340	毛利率(%)	23.33%	24.25%	24.20%	24.90%	25.30%		
负债和所有者权益		5543	6767	7499	8445	9182	净利率(%)	3.09%	3.84%	3.55%	4.19%	4.80%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	3.97%	6.03%	6.31%	8.29%	9.92%		
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	8.74%	14.42%	16.13%	22.46%	27.28%		
经营活动现金流		334	602	226	584	770	偿债能力							
净利润		220	407	473	700	911	资产负债率(%)	55%	58%	61%	63%	64%		
折旧摊销		68.67	99.45	91.10	89.20	87.56	流动比率	1.57	1.39	1.38	1.37	1.39		
财务费用		6	7	8	8	9	速动比率	1.07	0.84	0.84	0.84	0.86		
应收帐款减少		-200	34	-534	-372	-249	营运能力							
预收帐款增加		0	0	0	0	0	总资产周转率	1.41	1.73	1.87	2.10	2.15		
投资活动现金流		-280	95	20	39	39	应收账款周转率	14	18	16	13	12		
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.45	5.83	5.68	5.74	5.52		
长期投资减少		0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益		54	49	53	59	65	每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	1.18	1.75	2.27		
筹资活动现金流		100	-156	-446	-525	-697	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	1.35	-0.50	0.25	0.28		
应付债券增加		0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.05	7.31	7.77	8.33		
长期借款增加		-74	-125	0	0	0	估值比率							
普通股增加		0	0	0	0	0	P/E	49.51	26.70	23.09	15.60	11.99		
资本公积增加		45	21	0	0	0	P/B	4.34	3.86	3.72	3.50	3.27		
现金净增加额		154	541	-201	99	112	EV/EBITDA	32.82	19.17	16.11	11.03	8.43		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：市场预期逐渐改变，关注短期估值修复行情	2025-03-17
行业普通报告	促消费仍是经济工作主要抓手，关注食品饮料底部机会	2025-03-11
行业普通报告	中央1号文件提出要对奶牛产业纾困	2025-02-26
行业普通报告	关注经济复苏带来的白酒消费复苏	2025-02-18
行业普通报告	春节错位影响CPI数据，静待物价走出低谷	2025-02-12
行业普通报告	食品饮料周报：五粮液暂停供货，春节旺季逐渐开启	2025-01-14
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：Q3业绩超预期，改革效果进一步释放	2024-10-11
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：业绩符合预期，改革成效逐步显现	2024-09-02
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：业绩连续四个季度回升，战略转型效果持续释放	2024-07-18
公司深度报告	三只松鼠（300783.SZ）：企业改革成效凸显，业绩拐点出现	2024-05-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526