

2025年04月02日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 深化供应链布局，推进品类、渠道结构调整

—三只松鼠（300783.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：张倩 S1050124070037  
zhangqian@cfsc.com.cn

## 基本数据

2025-04-01

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前股价（元）    | 26.83       |
| 总市值（亿元）    | 108         |
| 总股本（百万股）   | 401         |
| 流通股本（百万股）  | 280         |
| 52周价格范围（元） | 15.86-40.32 |
| 日均成交额（百万元） | 360.55      |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《三只松鼠（300783）：营收重回百亿，改革红利持续释放》2025-01-22
- 《三只松鼠（300783）：业绩延续高增势能，内生外延双轮驱动》2024-11-02
- 《三只松鼠（300783）：盈利实现高增，坚定贯彻高端性价比战略》2024-10-11

2025年3月27日，三只松鼠发布2024年年报。2024年营收106.22亿元（同增49%），归母净利润4.08亿元（同增86%），扣非归母净利润3.19亿元（同增214%）。2024Q4营收34.53亿元（同增36%），归母净利润0.67亿元（同增33%），扣非归母净利润0.53亿元（同增229%）。

## 投资要点

## ■ 供应链效率持续优化，盈利能力持续提升

2024年公司毛利率同增1pct至24.25%，主要系供应链效率优化、自产比例提升所致，销售/管理费用率分别同比+0.2/-1pct至17.58%/2.08%，随着数字化分销的推动，预计管理效率进一步提升，费用率将持续优化，总体来看，净利率同增1pct至3.84%。

## ■ 以调结构为主要目标，线下分销势能释放

产品端，2024年公司坚果/综合/烘焙/肉制品/果干品类营收分别为53.66/20.17/15.01/9.61/5.82亿元，分别同增41%/85%/38%/60%/66%，各大品类均实现高速增长，2024年由于春节错期，礼盒类产品营收贡献度大，2025年公司以调结构为主要目标，提高日销品占比，降低年货节占比，平滑周期波动，此外，公司不断延伸布局上游供应链，提高自产比例，盈利能力有望持续提升。渠道端，2024年线上/线下渠道营收分别为74.07/32.15亿元，分别同增50%/49%，公司继续坚持“抖+N”渠道策略，在综合电商稳中有进的基础上，短视频平台红利持续释放，2024年公司线下分销端口贡献显著增量，2025年计划通过新品投放、渠道渗透推进线下分销渠道放量。

## ■ 推出H股发行计划，打造全球供应链

伴随零售行业变革的机遇，公司格局正在进一步重塑，高端性价比战略取得显著成效，公司计划通过全球供应链布局实现品牌全球化。海外柬埔寨工厂预计2025年年中投产，泰国工厂正处于选址阶段，后续东南亚市场持续做产品适配性，实现品牌出海。

## ■ 盈利预测

公司“高端性价比”战略长期发展信心充足，通过 SKU 优化/打造爆款/加大费投等方式实现渠道扩张与品牌势能建设，高端性价比战略与全品类布局有望推动公司持续发展，保障业绩目标实现。根据 2024 年年报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23/1.70/2.20 元，当前股价对应 PE 分别为 22/16/12 倍，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、线上竞争加剧、社区零食店优质点位竞争加剧、食品安全风险、渠道拓展不及预期、大单品开拓不及预期等。

| 预测指标       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 10,622 | 13,313 | 16,284 | 19,474 |
| 增长率（%）     | 49.3%  | 25.3%  | 22.3%  | 19.6%  |
| 归母净利润（百万元） | 408    | 495    | 681    | 882    |
| 增长率（%）     | 85.5%  | 21.4%  | 37.5%  | 29.7%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.02   | 1.23   | 1.70   | 2.20   |
| ROE（%）     | 14.4%  | 15.6%  | 18.6%  | 20.6%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产:</b>  |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物      | 866   | 257   | 605   | 1,198 |
| 应收款           | 602   | 1,021 | 1,115 | 1,174 |
| 存货            | 2,083 | 1,935 | 2,012 | 2,191 |
| 其他流动资产        | 1,696 | 2,668 | 2,777 | 2,933 |
| 流动资产合计        | 5,248 | 5,881 | 6,509 | 7,496 |
| <b>非流动资产:</b> |       |       |       |       |
| 金融类资产         | 0     | 5     | 9     | 12    |
| 固定资产          | 843   | 787   | 734   | 685   |
| 在建工程          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产          | 113   | 107   | 102   | 96    |
| 长期股权投资        | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 其他非流动资产       | 538   | 538   | 538   | 538   |
| 非流动资产合计       | 1,519 | 1,457 | 1,399 | 1,344 |
| 资产总计          | 6,767 | 7,338 | 7,908 | 8,840 |
| <b>流动负债:</b>  |       |       |       |       |
| 短期借款          | 360   | 510   | 650   | 750   |
| 应付账款、票据       | 2,097 | 2,073 | 2,012 | 2,191 |
| 其他流动负债        | 977   | 977   | 977   | 977   |
| 流动负债合计        | 3,782 | 3,998 | 4,085 | 4,398 |
| <b>非流动负债:</b> |       |       |       |       |
| 长期借款          | 0     | 9     | 15    | 17    |
| 其他非流动负债       | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 非流动负债合计       | 150   | 159   | 165   | 167   |
| 负债合计          | 3,932 | 4,157 | 4,250 | 4,565 |
| <b>所有者权益</b>  |       |       |       |       |
| 股本            | 401   | 401   | 401   | 401   |
| 股东权益          | 2,835 | 3,182 | 3,658 | 4,276 |
| 负债和所有者权益      | 6,767 | 7,338 | 7,908 | 8,840 |

| 现金流量表     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 407   | 495   | 681   | 882   |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 折旧摊销      | 57    | 62    | 58    | 54    |
| 公允价值变动    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动    | 137   | -1171 | -329  | -177  |
| 经营活动现金净流量 | 602   | -614  | 409   | 759   |
| 投资活动现金净流量 | 95    | 51    | 48    | 46    |
| 筹资活动现金净流量 | -1306 | 10    | -58   | -163  |
| 现金流量净额    | -609  | -553  | 399   | 642   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 10,622 | 13,313 | 16,284 | 19,474 |
| 营业成本    | 8,046  | 10,023 | 12,160 | 14,442 |
| 营业税金及附加 | 52     | 67     | 81     | 97     |
| 销售费用    | 1,868  | 2,356  | 2,866  | 3,408  |
| 管理费用    | 221    | 293    | 342    | 409    |
| 财务费用    | 7      | 14     | 10     | -3     |
| 研发费用    | 28     | 36     | 44     | 52     |
| 费用合计    | 2,124  | 2,699  | 3,261  | 3,866  |
| 资产减值损失  | -20    | -10    | -5     | 0      |
| 公允价值变动  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益    | 49     | 55     | 45     | 35     |
| 营业利润    | 484    | 629    | 880    | 1,153  |
| 加:营业外收入 | 58     | 35     | 30     | 25     |
| 减:营业外支出 | 5      | 4      | 3      | 2      |
| 利润总额    | 537    | 660    | 907    | 1,176  |
| 所得税费用   | 130    | 165    | 227    | 294    |
| 净利润     | 407    | 495    | 681    | 882    |
| 少数股东损益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归母净利润   | 408    | 495    | 681    | 882    |

| 主要财务指标           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率          | 49.3% | 25.3% | 22.3% | 19.6% |
| 归母净利润增长率         | 85.5% | 21.4% | 37.5% | 29.7% |
| <b>盈利能力</b>      |       |       |       |       |
| 毛利率              | 24.2% | 24.7% | 25.3% | 25.8% |
| 四项费用/营收          | 20.0% | 20.3% | 20.0% | 19.9% |
| 净利率              | 3.8%  | 3.7%  | 4.2%  | 4.5%  |
| ROE              | 14.4% | 15.6% | 18.6% | 20.6% |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 58.1% | 56.6% | 53.7% | 51.6% |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.6   | 1.8   | 2.1   | 2.2   |
| 应收账款周转率          | 17.6  | 13.0  | 14.6  | 16.6  |
| 存货周转率            | 3.9   | 5.2   | 6.1   | 6.6   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |       |       |       |
| EPS              | 1.02  | 1.23  | 1.70  | 2.20  |
| P/E              | 26.4  | 21.7  | 15.8  | 12.2  |
| P/S              | 1.0   | 0.8   | 0.7   | 0.6   |
| P/B              | 3.8   | 3.4   | 2.9   | 2.5   |

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。