

## 公司研究

## 丰富产品品类，强化渠道布局

## ——三只松鼠（300783.SZ）2024 年年报点评

## 要点

**事件：**三只松鼠公布 2024 年年报，2024 年全年实现营业收入 106.22 亿元，同比+49.30%；归母净利润 4.08 亿元，同比+85.51%；扣非归母净利润 3.19 亿元，同比+214.33%。24Q4 单季度实现营业收入 34.53 亿元，同比+36.35%；归母净利润 0.67 亿元，同比+32.63%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比+229.16%。

**加强分销业务，拓宽品类布局。**分渠道看，2024 年电商平台实现收入 74.07 亿元，占总收入的 70%。其中抖音/天猫系/京东系分别实现收入 21.88/19.37/13.40 亿元，同比分别增长 81.73%/11.45%/11.95%。线下渠道中分销业务 2024 年实现收入 26.41 亿元，同比增长超 80%。国民零食店共开设 296 家，实现收入 3.46 亿元。分销业务为公司重点布局方向，2024 年百余款新 SKU 实现首轮铺货，2025 年公司预计继续加大分销业务的投入力度，提高品类丰富度和网点渗透率。**分产品看**，2024 年坚果/烘焙/肉制品/果干/综合/其他分别实现营业收入 53.66/15.01/9.61/5.82/20.17/1.94 亿元，同比分别增长 40.76%/38.26%/60.19%/66.49%/85.06%/9.83%。公司逐步拓宽品类边界，坚果品类中籽坚果已有多款销售额达到亿级体量；零食类目持续上新超千款 SKU；2025 年公司亦计划布局饮料品类，进一步丰富产品组合。

**提高自产比例，降低生产成本。**毛利率方面，2024 全年/24Q4 公司毛利率分别为 24.25%/21.77%；24Q4 同比+1.01pcts，环比-2.69pcts。毛利率的同比提升主要系规模效应的显现及坚果自产比例的提升。**费用端**，2024 全年/24Q4 销售费用率分别为 17.58%/16.61%；24Q4 同比+0.30pcts，环比-2.47pcts。2024 全年/24Q4 管理费用率分别为 2.08%/2.02%；24Q4 同比-0.53pcts，环比-0.50pcts，主要系人员效率的提升带来管理费率的下降。**综合来看**，2024 全年/24Q4 公司归母净利率分别为 3.84%/1.93%；24Q4 同比-0.05pcts，环比-0.53pcts。**展望 2025 年**，公司规划七大零食工厂，其中肉食、手撕面包及蛋黄酥品类工厂已投产，2025 年预计新增多家零食工厂投产，进一步提高零食自产比例，降低生产成本，更好的配合公司提高零食品类收入占比的规划。同时推进供应链的全球化布局，预计 2025 年柬埔寨工厂有望投产。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司线下渠道将进一步加大投入，带来费用的增加，且分销业务表现有待观察。我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 5.41/7.01 亿元（较前次下调 3.30%/4.86%），新增 2027 年归母净利润预测为 8.66 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 为 1.35/1.75/2.16 元，当前股价对应 P/E 分别为 22/17/14 倍，公司战略明晰，稳步推进，维持“增持”评级。

**风险提示：**流量入口增加，获客成本增加超预期，线下业务拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,115	10,622	13,544	16,741	20,099
营业收入增长率	-2.45%	49.30%	27.51%	23.61%	20.06%
归母净利润（百万元）	220	408	541	701	866
归母净利润增长率	70.30%	85.51%	32.77%	29.44%	23.52%
EPS（元）	0.55	1.02	1.35	1.75	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.74%	14.42%	16.29%	17.71%	18.27%
P/E	54	29	22	17	14
P/B	4.7	4.2	3.6	3.0	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-10

## 增持（维持）

当前价：29.63 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

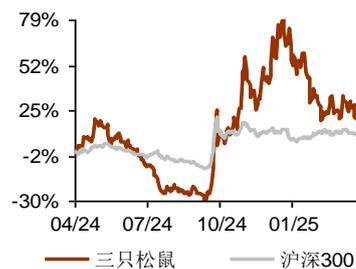
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.01
总市值(亿元)	118.82
一年最低/最高(元)	15.45/42.72
近 3 月换手率	258.15%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.09	-9.95	25.60
绝对	6.16	-9.88	32.17

资料来源：Wind

## 相关研报

改革稳步落地，延续增长态势——三只松鼠（300783.SZ）2024 年中报点评（2024-09-02）  
业绩表现良好，多渠道持续布局——三只松鼠（300783.SZ）2024 年一季报点评（2024-04-17）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,115	10,622	13,544	16,741	20,099
营业成本	5,455	8,046	10,213	12,598	15,084
折旧和摊销	54	57	75	87	99
税金及附加	45	52	66	82	98
销售费用	1,238	1,868	2,395	2,927	3,514
管理费用	227	221	279	342	406
研发费用	25	28	36	45	54
财务费用	6	7	15	15	10
投资收益	54	49	49	49	49
营业利润	278	484	661	871	1,088
利润总额	314	537	714	924	1,142
所得税	94	130	173	223	276
净利润	220	407	541	701	866
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	541	701	866
EPS(元)	0.55	1.02	1.35	1.75	2.16

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	334	602	367	573	736
净利润	220	408	541	701	866
折旧摊销	54	57	75	87	99
净营运资金增加	211	-281	420	405	425
其他	-150	418	-669	-620	-654
投资活动产生现金流	-280	95	-499	-276	-251
净资本支出	-68	-264	-500	-250	-250
长期投资变化	21	25	0	0	0
其他资产变化	-233	334	1	-26	-1
融资活动现金流	100	-156	214	-73	-249
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	209	-32	274	8	-153
无息负债变化	627	934	569	681	710
净现金流	153	539	82	224	235

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.3%	24.2%	24.6%	24.7%	25.0%
EBITDA 率	4.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.7%
EBIT 率	3.6%	4.5%	4.6%	5.0%	5.2%
税前净利润率	4.4%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%
归母净利润率	3.1%	3.8%	4.0%	4.2%	4.3%
ROA	4.0%	6.0%	6.7%	7.4%	8.0%
ROE (摊薄)	8.7%	14.4%	16.3%	17.7%	18.3%
经营性 ROIC	5.7%	11.6%	11.7%	13.6%	15.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	55%	58%	59%	58%	56%
流动比率	1.57	1.39	1.32	1.36	1.42
速动比率	1.07	0.84	0.75	0.74	0.75
归母权益/有息债务	5.09	6.12	4.52	5.32	8.02
有形资产/有息债务	10.59	13.81	10.44	12.05	17.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,543	6,767	8,105	9,429	10,765
货币资金	328	866	948	1,172	1,407
交易性金融资产	20	0	0	0	0
应收账款	594	560	714	883	1,060
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	18	42	54	67	80
存货	1,388	2,083	2,644	3,262	3,906
其他流动资产	1,863	1,483	1,483	1,483	1,483
流动资产合计	4,327	5,248	6,114	7,200	8,335
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	21	25	25	25	25
固定资产	507	843	951	1,018	1,089
在建工程	252	0	236	282	317
无形资产	113	113	156	197	236
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	43	173	173	173	173
非流动资产合计	1,216	1,519	1,992	2,229	2,430
总负债	3,029	3,932	4,774	5,463	6,020
短期借款	300	360	634	642	488
应付账款	1,548	2,097	2,661	3,283	3,931
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	41	51	51	51	51
流动负债合计	2,760	3,782	4,624	5,313	5,870
长期借款	125	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	85	85	85	85
非流动负债合计	269	150	150	150	150
股东权益	2,514	2,835	3,332	3,966	4,745
股本	401	401	401	401	401
公积金	668	701	735	735	735
未分配利润	1,485	1,730	2,187	2,821	3,601
归属母公司权益	2,514	2,827	3,323	3,958	4,737
少数股东权益	0	8	8	8	8

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.39%	17.58%	17.68%	17.48%	17.48%
管理费用率	3.20%	2.08%	2.06%	2.04%	2.02%
财务费用率	0.08%	0.06%	0.11%	0.09%	0.05%
研发费用率	0.35%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
所得税率	30%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.25	0.13	0.17	0.21	0.27
每股经营现金流	0.83	1.50	0.92	1.43	1.83
每股净资产	6.27	7.05	8.29	9.87	11.81
每股销售收入	17.74	26.49	33.78	41.75	50.12

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	54	29	22	17	14
PB	4.7	4.2	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	40.5	22.7	18.0	13.7	10.9
股息率	0.8%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP