

三只松鼠 (300783.SZ)

春节错期阶段承压，线下分销重要提级

事件：三只松鼠发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 37.2 亿元，同比+2.1%，归母净利润 2.4 亿元，同比-22.5%，扣非净利润 1.6 亿元，同比-38.3%。

春节错期收入增速阶段性放缓，拓展分销打开线下成长空间。松鼠 25Q1 营收同比+2.1%，主因公司春节错期 12 天，而年货节为松鼠重要销售节点，若合并考虑 24Q4+25Q1，营收同比+16.2%。在行业供需变化的背景下，公司以“高端性价比”战略，实现全链路总成本领先，以性价比模式切入线上线下渠道。2024 年在抖音实现快速放量，当前正着力加大线下分销市场布局，松鼠具备品牌+价格双重竞争优势，当前分销铺市率具备充足提升空间，产品边界持续拓展，分销模式顺利跑通有望打开线下市场空间。

分销拓展前期利润承压，远期结构调优有望带动利润率提升。松鼠 25Q1 利润同比-22.5%，净利率同比-2.0pct 至 6.4%，预计主因春节错期，礼盒销售占比下降，以及分销拓展前期投入费用支持市场。其中毛利率同比-0.7pct 至 26.7%，与年货节季节性波动相关，长期视角看，公司发展分销，有望以结构调优带动未来毛利率提升。销售费用率同比+2.4pct 至 18.7%，预计与年货节期间电商费用投放及分销拓展前期费用投放增加相关，预计未来分销顺利拓展后，费用有望逐步退坡。

日销拓展重点催化，零售变革深度参与。25Q1 春节错期的影响告一段落，后续回归日销环节更多关注分销的拓展进程，松鼠以“高端性价比”切入市场，以性价比货盘体系、多品类集约供应重塑线下分销体系，且已具备全国化品牌认知、线上爆品孵化经验，有望打开线下长期成长空间。当前零售渠道正在快速变革，折扣业态加速发展，松鼠 4 月 10 日公告拟以 1.1 亿元增资及受让松鼠爱折扣 60% 的股权，同时公司正打磨“一分利便利店”，有望深度参与零售行业变革。松鼠当前在国内已建设弋江、无为、天津、简阳等集约基地，在海外的采购与供应链布局持续进行，建设东南亚工厂，有望进一步深化上游供应链优势。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营收分别同比+25.2%/+24.9%/+19.7% 至 133.0/166.1/198.9 亿元，归母净利润分别同比+10.3%/+33.3%/+25.4% 至 4.5/6.0/7.5 亿元，看好公司线下市场拓展带来的成长性，以及零售变革远期催化，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,115	10,622	13,303	16,612	19,890
增长率 yoy (%)	-2.4	49.3	25.2	24.9	19.7
归母净利润 (百万元)	220	408	450	599	752
增长率 yoy (%)	69.9	85.5	10.3	33.3	25.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87
净资产收益率 (%)	8.7	14.4	14.2	16.5	17.9
P/E (倍)	50.6	27.3	24.7	18.6	14.8
P/B (倍)	4.4	3.9	3.5	3.1	2.7

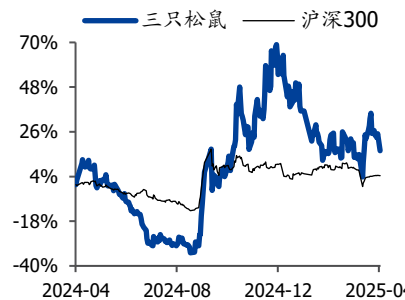
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (元)	27.74
总市值 (百万元)	11,123.74
总股本 (百万股)	401.00
其中自由流通股 (%)	69.72
30 日日均成交量 (百万股)	21.13

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号: S0680524060005

邮箱: wanglingyao@gszq.com

相关研究

- 《三只松鼠 (300783.SZ): 营收重回百亿, 发行 H 股支撑海外拓展》 2025-03-28
- 《三只松鼠 (300783.SZ): 百亿目标顺利达成, 线下分销势能强劲》 2025-01-22
- 《三只松鼠 (300783.SZ): 分红回馈股东, 成长势能强劲》 2024-11-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4327	5248	6121	7130	8403
现金	328	866	1107	1568	2042
应收票据及应收账款	594	560	591	692	773
其他应收款	18	42	55	60	66
预付账款	117	213	253	316	378
存货	1388	2083	2531	2810	3361
其他流动资产	1883	1483	1583	1683	1783
非流动资产	1216	1519	1507	1501	1454
长期投资	21	25	25	25	25
固定资产	507	843	836	808	741
无形资产	113	113	118	123	123
其他非流动资产	574	538	528	545	565
资产总计	5543	6767	7628	8631	9858
流动负债	2760	3782	4320	4893	5552
短期借款	300	360	310	260	260
应付票据及应付账款	1548	2097	2250	2459	2731
其他流动负债	912	1325	1760	2174	2562
非流动负债	269	150	127	105	105
长期借款	125	0	-25	-50	-50
其他非流动负债	144	150	152	155	155
负债合计	3029	3932	4447	4998	5658
少数股东权益	0	8	8	8	8
股本	401	401	401	401	401
资本公积	514	535	541	541	541
留存收益	1639	1897	2236	2688	3255
归属母公司股东权益	2514	2827	3173	3625	4192
负债和股东权益	5543	6767	7628	8631	9858

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	334	602	335	563	479
净利润	220	407	450	599	752
折旧摊销	95	121	61	78	77
财务费用	11	11	10	8	7
投资损失	-54	-49	-88	-110	-131
营运资金变动	80	113	-25	75	-140
其他经营现金流	-17	-3	-73	-88	-85
投资活动现金流	-280	95	111	126	186
资本支出	-68	-264	65	46	85
长期投资	-265	379	0	0	0
其他投资现金流	54	-20	47	80	101
筹资活动现金流	100	-156	-205	-227	-191
短期借款	250	60	-50	-50	0
长期借款	-74	-125	-25	-25	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	45	21	6	0	0
其他筹资现金流	-121	-112	-137	-152	-191
现金净增加额	153	539	241	461	473

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7115	10622	13303	16612	19890
营业成本	5455	8046	10124	12646	15124
营业税金及附加	45	52	67	83	99
营业费用	1238	1868	2512	3100	3692
管理费用	227	221	265	313	352
研发费用	25	28	40	50	60
财务费用	6	7	-7	-14	-24
资产减值损失	-14	-20	1	1	0
其他收益	116	55	133	166	199
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	49	88	110	131
资产处置收益	-1	2	11	13	0
营业利润	278	484	535	724	917
营业外收入	41	58	70	80	90
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	314	537	600	799	1002
所得税	94	130	150	200	251
净利润	220	407	450	599	752
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	450	599	752
EBITDA	414	665	653	863	1055
EPS (元/股)	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.4	49.3	25.2	24.9	19.7
营业利润(%)	56.7	74.1	10.4	35.4	26.7
归属母公司净利润(%)	69.9	85.5	10.3	33.3	25.4
获利能力					
毛利率(%)	23.3	24.2	23.9	23.9	24.0
净利率(%)	3.1	3.8	3.4	3.6	3.8
ROE(%)	8.7	14.4	14.2	16.5	17.9
ROIC(%)	7.3	12.3	12.3	14.7	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	58.1	58.3	57.9	57.4
净负债比率(%)	9.2	-12.0	-21.1	-33.1	-39.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.8	2.0	2.2
应收账款周转率	14.4	18.4	23.1	25.9	27.1
应付账款周转率	4.2	4.4	4.7	5.4	5.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.50	0.83	1.40	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.05	7.91	9.04	10.45
估值比率					
P/E	50.6	27.3	24.7	18.6	14.8
P/B	4.4	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	18.0	21.7	16.0	11.5	9.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com