

三只松鼠(300783.SZ)

春节错期影响Q1业绩，关注线下分销进展

推荐（维持）

股价:27.74元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.3songshu.com
大股东/持股	章燎源/40.37%
实际控制人	章燎源
总股本(百万股)	401
流通A股(百万股)	280
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	111
流通A股市值(亿元)	78
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	39.4

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

公司发布25年一季报，实现营业收入37.23亿元，同比微增2.13%。归母净利润为2.39亿元，同比下降22.46%；扣非归母净利润为1.62亿元，同比下降38.31%。

平安观点:

- **毛利率小幅下滑，净利率短期承压。**25Q1公司毛利率同比小幅下滑0.66个百分点至26.74%；销售费用率为18.67%，同比增长2.41个百分点，反映了公司在推进线下分销、社区零售等战略方向上的投入增加；管理费用率为1.76%，同比增长0.43个百分点；财务费用率为0.03%，同比下降0.03个百分点。25Q1公司实现净利率6.40%，同比下降2.06个百分点。
- **线上渠道势能不减，线下分销持续发力。**在线上，公司依托“D+N”全渠道协同体系，短视频电商定位“新品类发动机”，主动打造爆品，并在货架电商有效承接，带动综合电商稳步增长。在线下，24年5月公司召开全域生态大会，发布了新的区域分销模式，提出百万终端，百亿规模的“双百目标”。公司重点聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造。
- **构建全品类产品矩阵，爱折扣完善社区折扣业态布局。**在“高端性价比”总战略牵引下，公司加速零食产品上新，为全渠道适配并经营全品类零食，24全年累计上线超1000款SKU。公司通过“一品一链”的供应链管理新模式，重新梳理价值链，做强一批大单品；通过“品销合一”的协同价值观，做强新组织。24年10月公司公告收购爱折扣，完善硬折扣社区业态的全面布局。
- **财务估值与预测：**公司阶段性费用投入影响下利润短期承压，根据公司2025年一季报，我们调整业绩预测，预计公司2025-2027年的归母净利润

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,115	10,622	13,363	16,543	19,868
YOY(%)	-2.4	49.3	25.8	23.8	20.1
净利润(百万元)	220	408	458	581	731
YOY(%)	70.3	85.5	12.3	26.9	25.8
毛利率(%)	23.3	24.2	24.4	24.6	24.8
净利率(%)	3.1	3.8	3.4	3.5	3.7
ROE(%)	8.7	14.4	14.8	16.8	18.8
EPS(摊薄/元)	0.55	1.02	1.14	1.45	1.82
P/E(倍)	50.6	27.3	24.3	19.1	15.2
P/B(倍)	4.4	3.9	3.6	3.2	2.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

润分别为4.58亿元（前值为5.37亿元）、5.81亿元（前值为7.47亿元）、7.31亿元（前值为9.72亿元），对应的EPS分别为1.14/1.45/1.82元，对应4月29日收盘价的PE分别为24.3、19.1、15.2倍。公司当前在“高端性价比”总战略牵引下，通过“D+N”全渠道协同和构建“全品类”产品矩阵，有望实现线上销售稳健，线下分销放量，维持“推荐”评级。

- **风险提示：** 1)线下渠道拓展不及预期：目前公司正在积极发力线下分销，不断探索新的模式，线下渠道拓展的成效存在一定的不确定性；2) 线上竞争加剧：公司线上销售占比仍高，若未来各品牌线上竞争加剧，公司的销量将会受到一定挑战；3) 食品安全风险：零食生产过程涉及多个环节，从原材料采购、加工、包装到储存和运输，一旦发生食品安全事故，不仅会损害消费者健康，企业还将面临法律责任、巨额赔偿和声誉受损等严重后果。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,248	7,581	9,378	11,253
现金	866	1,336	1,654	1,987
应收票据及应收账款	560	847	1,049	1,260
其他应收款	42	43	53	63
预付账款	213	212	262	315
存货	2,083	2,404	2,968	3,555
其他流动资产	1,483	2,740	3,392	4,074
非流动资产	1,519	1,298	1,078	913
长期投资	25	26	27	28
固定资产	935	788	642	495
无形资产	113	94	75	56
其他非流动资产	446	390	334	334
资产总计	6,767	8,879	10,455	12,167
流动负债	3,782	5,665	6,937	8,246
短期借款	360	1,587	1,902	2,213
应付票据及应付账款	2,097	2,504	3,091	3,703
其他流动负债	1,325	1,574	1,944	2,330
非流动负债	150	105	60	24
长期借款	65	20	-24	-61
其他非流动负债	85	85	85	85
负债合计	3,932	5,770	6,997	8,270
少数股东权益	8	8	8	8
股本	401	401	401	401
资本公积	535	535	535	535
留存收益	1,891	2,166	2,515	2,954
归属母公司股东权益	2,827	3,102	3,450	3,889
负债和股东权益	6,767	8,879	10,455	12,167

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	580	-491	350	429
净利润	407	458	581	731
折旧摊销	99	222	222	165
财务费用	7	41	71	81
投资损失	-49	-53	-53	-53
营运资金变动	77	-1,208	-520	-545
其他经营现金流	38	50	50	50
投资活动现金流	95	2	2	2
资本支出	258	0	-0	0
长期投资	379	0	0	0
其他投资现金流	-542	2	2	2
筹资活动现金流	-156	959	-34	-98
短期借款	60	1,227	314	312
长期借款	-126	-45	-45	-37
其他筹资现金流	-90	-224	-303	-374
现金净增加额	518	470	318	333

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,622	13,363	16,543	19,868
营业成本	8,046	10,102	12,473	14,941
税金及附加	52	65	81	97
营业费用	1,868	2,312	2,812	3,378
管理费用	221	307	380	417
研发费用	28	40	50	60
财务费用	7	41	71	81
资产减值损失	-20	-19	-24	-29
信用减值损失	-2	-0	-0	-0
其他收益	55	84	84	84
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	49	53	53	53
资产处置收益	2	3	3	3
营业利润	484	616	792	1,006
营业外收入	58	42	42	42
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	537	653	829	1,043
所得税	130	195	248	312
净利润	407	458	581	731
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	408	458	581	731
EBITDA	644	915	1,121	1,289
EPS（元）	1.02	1.14	1.45	1.82

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	49.3	25.8	23.8	20.1
营业利润(%)	74.1	27.2	28.5	27.1
归属于母公司净利润(%)	85.5	12.3	26.9	25.8
获利能力				
毛利率(%)	24.2	24.4	24.6	24.8
净利率(%)	3.8	3.4	3.5	3.7
ROE(%)	14.4	14.8	16.8	18.8
ROIC(%)	12.4	14.1	12.8	14.2
偿债能力				
资产负债率(%)	58.1	65.0	66.9	68.0
净负债比率(%)	-15.6	8.7	6.5	4.3
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	19.0	15.8	15.8	15.8
应付账款周转率	3.8	4.0	4.0	4.0
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.14	1.45	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	-1.22	0.87	1.07
每股净资产(最新摊薄)	7.05	7.73	8.60	9.70
估值比率				
P/E	27.3	24.3	19.1	15.2
P/B	3.9	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	23.6	13.9	11.6	10.3

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层