

静待渠道改革见效

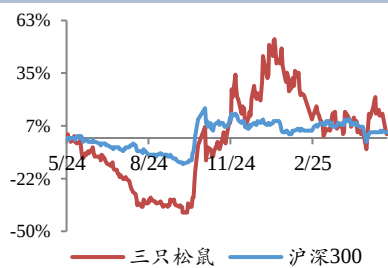
——三只松鼠 25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-04

收盘价（元）	26.71
近 12 个月最高/最低（元）	42.53/15.38
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
流通股比例（%）	69.72
总市值（亿元）	107
流通市值（亿元）	75

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaouxuan@hazq.com

相关报告

- 1.三只松鼠 24 年报：重返百亿顺利实现 2025-03-30
- 2.三只松鼠 24Q4 预告：百亿目标顺利实现 2025-01-22
- 3.三只松鼠 24Q3：协同发展再开新章 2024-10-29

主要观点：

➤ 公司发布 25Q1 业绩：

➤ **Q1**：收入 37.2 亿元（+2.1%），归母净利润 2.4 亿元（-22.5%），扣非归母净利润 1.6 亿元（-38.3%）。

➤ 25Q1 收入符合市场预期。

● 收入：春节错峰扰动

➤ 分渠道看，线上面临高基数压力，预计营收增速同比持平。根据久谦数据，公司 25Q1 猫京抖 GMV 合计同比下降 0.9%。线下渠道改革顺利，预计同比实现双位数增长。去除春节影响，营收端 "24Q4+25Q1" 合计同比增长 16.2%，仍处于快速增长。

● 利润：渠道费用投入阶段性加大

➤ 25Q1 公司毛利率同比下降 0.66pct 至 26.74%，销售/管理/研发/财务费率分别同比+2.41/+0.43/持平/-0.03pct。其中，毛利率下降与销售费率上升，预计主因渠道改革导致费用投入力度加大；管理费上升预计主因研发中心转固导致折旧摊销费用上升。综上，公司归母净利润率同比下降 2.04pct 至 6.42%。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司线下渠道改革稳步推进，长尾性价比产品矩阵充分满足 BCD 类商超需求痛点，通过并购爱折扣切入硬折扣业态，营收仍有额外增量空间，股权激励收入目标达成概率较高。随着渠道放量，费用投入可随规模效应而摊薄，盈利能力有望恢复。

盈利预测：考虑到公司线下渠道阶段性提高费用投放力度，我们更新原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 138.97/177.62/205.66 亿元，同比增长 30.8%/27.8%/15.8%；实现归母净利润 4.75/6.56/8.46 亿元（原值 5.37/7.23/9.09 亿元），同比增长 16.4%/38.1%/29.0%；当前股价对应 PE 分别为 23/16/13 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

渠道改革不及预期，成本风险，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622	13897	17762	20566
收入同比 (%)	49.3%	30.8%	27.8%	15.8%
归属母公司净利润	408	475	656	846
净利润同比 (%)	85.5%	16.4%	38.1%	29.0%
毛利率 (%)	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%
ROE (%)	14.4%	15.3%	19.0%	21.6%
每股收益 (元)	1.02	1.18	1.64	2.11
P/E	36.15	22.56	16.33	12.66
P/B	5.23	3.46	3.10	2.73
EV/EBITDA	21.71	14.39	10.48	8.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5248	6505	7891	9029
现金	866	1094	1222	1405
应收账款	560	695	839	914
其他应收款	42	36	46	53
预付账款	213	224	286	330
存货	2083	2668	3404	3926
其他流动资产	1483	1789	2095	2401
非流动资产	1519	1831	2117	2395
长期投资	25	25	25	25
固定资产	843	1148	1433	1711
无形资产	113	113	113	113
其他非流动资产	538	546	546	546
资产总计	6767	8337	10008	11424
流动负债	3782	5085	6396	7346
短期借款	360	420	480	540
应付账款	2097	2977	3799	4381
其他流动负债	1325	1687	2117	2425
非流动负债	150	149	149	149
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	150	149	149	149
负债合计	3932	5234	6545	7495
少数股东权益	8	8	8	8
股本	401	401	401	401
资本公积	535	541	541	541
留存收益	1891	2152	2513	2978
归属母公司股东权	2827	3095	3455	3921
负债和股东权益	6767	8337	10008	11424

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	602	687	630	758
净利润	407	475	656	846
折旧摊销	121	81	100	108
财务费用	11	13	14	16
投资损失	-49	-64	-81	-94
营运资金变动	113	232	-6	-64
其他经营现金流	291	193	609	857
投资活动现金流	95	-281	-252	-239
资本支出	-264	-333	-333	-333
长期投资	379	0	0	0
其他投资现金流	-20	52	81	94
筹资活动现金流	-156	-179	-249	-336
短期借款	60	60	60	60
长期借款	-125	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	21	6	0	0
其他筹资现金流	-112	-246	-309	-396
现金净增加额	539	227	129	183

利润表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622	13897	17762	20566
营业成本	8046	10489	13381	15432
营业税金及附加	52	76	98	113
销售费用	1868	2571	3233	3681
管理费用	221	292	355	391
财务费用	7	-6	-10	-11
资产减值损失	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	49	64	81	94
营业利润	484	580	821	1075
营业外收入	58	58	58	58
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	537	633	875	1128
所得税	130	158	219	282
净利润	407	475	656	846
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	408	475	656	846
EBITDA	665	708	965	1225
EPS（元）	1.02	1.18	1.64	2.11

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	49.3%	30.8%	27.8%	15.8%
营业利润	74.1%	19.8%	41.6%	30.9%
归属于母公司净利	85.5%	16.4%	38.1%	29.0%
获利能力				
毛利率（%）	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%
净利率（%）	3.8%	3.4%	3.7%	4.1%
ROE（%）	14.4%	15.3%	19.0%	21.6%
ROIC（%）	12.3%	12.8%	15.8%	18.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	58.1%	62.8%	65.4%	65.6%
净负债比率（%）	138.7%	168.7%	189.0%	190.8%
流动比率	1.39	1.28	1.23	1.23
速动比率	0.39	0.36	0.33	0.32
营运能力				
总资产周转率	1.73	1.84	1.94	1.92
应收账款周转率	18.41	22.15	23.16	23.47
应付账款周转率	4.41	4.13	3.95	3.77
每股指标（元）				
每股收益	1.02	1.18	1.64	2.11
每股经营现金流（摊	1.50	1.71	1.57	1.89
每股净资产	7.05	7.72	8.62	9.78
估值比率				
P/E	36.15	22.56	16.33	12.66
P/B	5.23	3.46	3.10	2.73
EV/EBITDA	21.71	14.39	10.48	8.16

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。