

2025 年 05 月 05 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润短期承压，结构调整初显成效

—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

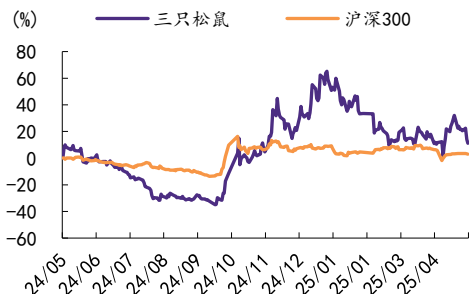
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-30

当前股价（元）	26.71
总市值（亿元）	107
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）	397.53

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《三只松鼠（300783）：深化供应链布局，推进品类、渠道结构调整》2025-04-02
- 2、《三只松鼠（300783）：营收重回百亿，改革红利持续释放》2025-01-22
- 3、《三只松鼠（300783）：业绩延续高增势能，内生外延双轮驱动》2024-11-02

2025 年 4 月 29 日，三只松鼠发布 2025 年一季报。2025Q1 营收 37.23 亿元（同增 2%），归母净利润 2.39 亿元（同减 22%），扣非归母净利润 1.62 亿元（同减 38%）。

投资要点

■ 综合成本持续优化，利润有望逐季修复

2025Q1 毛利率同减 1pct 至 26.74%，综合成本控制较好，后续随着自供比例提升，日销品规模释放，预计毛利率持续优化，销售/管理费用率分别同增 2pct/0.4pct 至 18.67%/1.76%，主要系抖音费投规模较大，同时分销端口渠道建设存在前置投入，净利率同减 2pct 至 6.40%，整体来看年货节错位影响较大，后续随着品类、渠道、销售时点结构调整到位，预计季度间波动逐渐平滑。

■ 日销品占比显著提升，线下分销持续放量

产品端，年货节错位下，公司通过结构与渠道调整实现逐月经营优化，日销品占比显著提升，同时持续推进上游供应链布局，提升综合产能利用率。此外，公司坚定高端性价比+差异化战略，从“低价”转向“卖好货”，逐渐强化品质与溢价能力。**渠道端**，2025Q1 线下分销端口贡献显著增量，后续计划通过新品投放、渠道渗透推进线下分销渠道放量。此外公司打样试点便利店业态，优化货盘结构，推动下沉市场布局。

■ 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 2025 年一季报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.19/1.54/1.93（前值为 1.23/1.70/2.20）元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 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	16,217	19,233
增长率（%）	49.3%	25.3%	21.8%	18.6%
归母净利润（百万元）	408	477	620	775
增长率（%）	85.5%	17.1%	29.8%	25.0%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.19	1.54	1.93
ROE（%）	14.4%	15.1%	17.2%	18.7%

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	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	10,622	13,313	16,217	19,233
现金及现金等价物	866	245	563	1,112	营业成本	8,046	10,036	12,172	14,382
应收款	602	1,021	1,111	1,159	营业税金及附加	52	67	81	96
存货	2,083	1,938	2,014	2,182	销售费用	1,868	2,356	2,854	3,366
其他流动资产	1,696	2,668	2,766	2,897	管理费用	221	293	341	404
流动资产合计	5,248	5,872	6,454	7,350	财务费用	7	14	11	0
非流动资产：					研发费用	28	36	43	51
金融类资产	0	5	9	12	费用合计	2,124	2,699	3,249	3,821
固定资产	843	787	734	685	资产减值损失	-20	-10	-5	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	113	107	102	96	投资收益	49	55	45	35
长期股权投资	25	25	25	25	营业利润	484	605	799	1,010
其他非流动资产	538	538	538	538	加：营业外收入	58	35	30	25
非流动资产合计	1,519	1,457	1,399	1,344	减：营业外支出	5	4	3	2
资产总计	6,767	7,328	7,853	8,694	利润总额	537	636	826	1,033
流动负债：					所得税费用	130	159	207	258
短期借款	360	510	650	750	净利润	407	477	620	775
应付账款、票据	2,097	2,076	2,014	2,182	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	977	977	977	977	归母净利润	408	477	620	775
流动负债合计	3,782	4,001	4,085	4,383					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	9	15	17	成长性				
其他非流动负债	150	150	150	150	营业收入增长率	49.3%	25.3%	21.8%	18.6%
非流动负债合计	150	159	165	167	归母净利润增长率	85.5%	17.1%	29.8%	25.0%
负债合计	3,932	4,159	4,250	4,550	盈利能力				
所有者权益					毛利率	24.2%	24.6%	24.9%	25.2%
股本	401	401	401	401	四项费用/营收	20.0%	20.3%	20.0%	19.9%
股东权益	2,835	3,169	3,603	4,145	净利率	3.8%	3.6%	3.8%	4.0%
负债和所有者权益	6,767	7,328	7,853	8,694	ROE	14.4%	15.1%	17.2%	18.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	58.1%	56.8%	54.1%	52.3%
净利润	407	477	620	775	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.6	1.8	2.1	2.2
折旧摊销	57	62	58	54	应收账款周转率	17.6	13.0	14.6	16.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.9	5.2	6.1	6.6
营运资金变动	137	-1171	-315	-147	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	602	-632	362	682	EPS	1.02	1.19	1.54	1.93
投资活动现金净流量	95	51	48	46	P/E	26.3	22.4	17.3	13.8
筹资活动现金净流量	-1318	16	-40	-130	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6
现金流量净额	-621	-565	370	597	P/B	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 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。