

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.04
总股本/流通股本(亿股)	4.01 / 2.80
总市值/流通市值(亿元)	108 / 76
52周内最高/最低价	40.32 / 15.86
资产负债率(%)	58.1%
市盈率	26.51
第一大股东	章燎源

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

三只松鼠(300783)

年货节错期影响净利，分销渠道表现亮眼

● 事件

公司 2025 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 37.23/2.39/1.62 亿元，同比 2.13%/-22.46%/-38.31%。业绩表现符合预期。

● 投资要点

一季度线上承压，线下分销实现高速增长。分渠道表现来看，线上抖音平台 1 月因行业变化影响承压，2-3 月逐月恢复至正增长。线下分销增长显著，其中日销品销售比例大幅提升。

年货节错位影响单季度利润表现。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利润率为 26.74%/6.42%，分别同比-0.66/-2.04pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.67%/1.76%/0.15%/0.03%，分别同比 2.41/0.43/0/-0.03pct。

2025 年重点调整品类结构，提升零食品类占比，逐步弱化对坚果单一品类的依赖。4 月推出软饮料产品，通过高性价比策略切入市场，未来逐步提升差异化溢价能力，期待夏季旺季来临将有较好表现，除软饮料外推出方便速食、果干、蛋黄酥等新品，形成宽品类组合，增强全品类经营能力。渠道上看，保持综合电商增长，优化抖音等短视频渠道投入，降低对头部主播依赖，提升自营流量运营能力，线下分销预计保持高速增长，通过日销品、9.9 元专柜等模式提升终端渗透率。在分销渠道建设前期，公司更注重规模扩张，短期来看供应链建设、折旧摊销等仍处于投入高峰，中长期来看公司将通过供应链降本、品类结构优化、渠道效率改善来实现利润率提升。

● 盈利预测与投资评级

考虑到公司即将并表爱折扣，我们调整 2025 年-2027 年营业收入预测至 138.47/177.63/205.76 亿元（原预测为 136.19/172.42/205.15 亿元），同比+30.36%/28.28%/15.84%，调整 2025 年-2027 年归母净利润预测至 4.85/6.75/8.23 亿元（原预测为 5.09/6.91/8.73 亿元），同比+19%/39.18%/21.84%。对应三年 EPS 分别为 1.21/1.68/2.05 元，对应当前股价 PE 分别为 22/16/13 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10622	13847	17763	20576
增长率(%)	49.30	30.36	28.28	15.84
EBITDA(百万元)	643.66	837.75	1128.19	1281.39
归属母公司净利润(百万元)	407.74	485.20	675.28	822.73
增长率(%)	85.51	19.00	39.18	21.84
EPS(元/股)	1.02	1.21	1.68	2.05
市盈率(P/E)	26.27	22.07	15.86	13.02
市净率(P/B)	3.79	3.36	2.98	2.63
EV/EBITDA	23.64	14.85	11.46	10.22

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10622	13847	17763	20576	营业收入	49.3%	30.4%	28.3%	15.8%
营业成本	8046	10454	13340	15391	营业利润	74.1%	25.5%	42.0%	22.9%
税金及附加	52	69	89	103	归属于母公司净利润	85.5%	19.0%	39.2%	21.8%
销售费用	1868	2520	3162	3642	获利能力				
管理费用	221	249	302	329	毛利率	24.2%	24.5%	24.9%	25.2%
研发费用	28	35	46	51	净利率	3.8%	3.5%	3.8%	4.0%
财务费用	7	43	80	93	ROE	14.4%	15.2%	18.8%	20.2%
资产减值损失	-20	-15	-20	-23	ROIC	12.4%	14.9%	14.3%	14.9%
营业利润	484	608	863	1061	偿债能力				
营业外收入	58	44	42	41	资产负债率	58.1%	65.3%	68.1%	68.0%
营业外支出	5	5	5	5	流动比率	1.39	1.33	1.32	1.35
利润总额	537	647	900	1097	营运能力				
所得税	130	162	225	274	应收账款周转率	18.97	15.77	15.77	15.77
净利润	407	485	675	823	存货周转率	3.86	4.20	4.20	4.20
归母净利润	408	485	675	823	总资产周转率	1.57	1.50	1.57	1.61
每股收益(元)	1.02	1.21	1.68	2.05	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.02	1.21	1.68	2.05
货币资金	866	1385	1776	2058	每股净资产	7.05	7.96	8.96	10.17
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	560	878	1127	1305	PE	26.27	22.07	15.86	13.02
预付款项	213	219	282	326	PB	3.79	3.36	2.98	2.63
存货	2083	2487	3174	3662	现金流量表				
流动资产合计	5248	7853	10057	11635	净利润	407	346	543	708
固定资产	935	847	759	671	折旧和摊销	99	148	148	92
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	77	-1288	-645	-466
无形资产	113	109	105	102	其他	-16	169	200	195
非流动资产合计	1519	1372	1225	1134	经营活动现金流净额	568	-625	246	529
资产总计	6767	9225	11282	12769	资本开支	-258	0	0	0
短期借款	360	1689	2208	2395	其他	354	12	11	12
应付票据及应付账款	2097	2591	3306	3814	投资活动现金流净额	95	12	11	12
其他流动负债	1325	1630	2082	2405	股权融资	21	0	0	0
流动负债合计	3782	5910	7597	8614	债务融资	-66	1295	489	169
其他	150	116	86	68	其他	-111	-164	-355	-428
非流动负债合计	150	116	86	68	筹资活动现金流净额	-156	1131	134	-259
负债合计	3932	6026	7682	8682	现金及现金等价物净增加额	505	518	392	281
股本	401	401	401	401					
资本公积金	535	535	535	535					
未分配利润	1891	2255	2656	3144					
少数股东权益	8	8	8	8					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2835	3199	3599	4087					
负债和所有者权益总计	6767	9225	11282	12769					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048