

三只松鼠(300783)

报告日期: 2025 年 05 月 10 日

25Q1 分销稳健，短期利润承压

——三只松鼠 2024 年及 2025Q1 业绩点评

投资要点

- 短期来看，2025Q1 公司整体业绩表现平淡，但 2025 年业绩增长的重要驱动力在于线下分销，需关注日销品占比提升及动销表现。
- 2024 年业绩符合预期，2025Q1 业绩略低于预期
 公司 2024 年实现收入 106.22 亿元（同比+49.30%）；实现归母净利润 4.08 亿元（同比+85.51%）；扣非后净利润实现 3.19 亿元（同比+214.33%）。其中 24Q4 实现收入 34.53 亿元（同比+36.35%）；实现归母净利润 0.67 亿元（同比+32.63%）；扣非后净利润实现 0.53 亿元（同比+229.16%），业绩符合市场预期。2025Q1 公司实现营业收入 37.23 亿元（同比+2.13%）；归母净利润 2.39 亿元（同比-22.46%），扣非归母净利润 1.62 亿元（同比-38.31%）。公司 25Q1 业绩略低于预期，其中收入增速放缓主要系年货节错峰等因素影响所致。
- 分渠道：抖音及线下分销增长迅速，抖+N 措施成效显著
 线上渠道依托抖音渠道实现快速增长。2024 年公司线上渠道实现收入 74.07 亿元，同比增长 49.60%。占比为 70% 左右。拆分来看，抖音渠道已经是公司电商渠道的第一大渠道，2024 年在抖+N 措施的引领下，实现 82% 的增长，达到 21.88 亿的收入规模，天猫/京东平台分别为 19.37、13.4 亿元，同比分别增长 11.45%、11.95%。
 线下分销拓展顺利，实现快速增长，2024 年线下渠道收入达 32.15 亿元，同比增长 48.62%。其中：① 分销业务实现 26.41 亿元，同比增长超 80%。公司在新分销体系下，延续高性价比比战略；② 门店业务方面，2024 年线下门店累计开设 333 家，其中国民零食店 296 家，线下门店收入 4.04 亿元，其中国民零食店营业收入 3.46 亿元。
- 分品牌：主品牌优势稳固，新老品牌协同共进。
 2024 年，三只松鼠主品牌实现收入 98.25 亿元，同比增长 50.57%；小鹿蓝蓝实现 7.94 亿元，同比增长 35.03%，与此同时公司加快布局和孵化多个新品牌，布局多品牌矩阵。
- 得益于规模效应的显现和供应链优势，2024 年公司盈利能力提升
 1) 毛利率：2024 年实现 24.25%（同比+0.92pct）；其中 2024Q4 毛利率为 21.77%（同比+1.01pct），公司毛利率提升主要得益于规模效应的显现和公司自产比例的提升。2025Q1 毛利率为 26.74%（同比-0.66pct），整体维稳。
 2) 费用率：2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.58%/2.08%/0.27%/0.06%，同比变动分别为+0.19pct/-1.11pct/-0.08pct/-0.02pct；其中 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比变动分别为+0.30pct/-0.53pct/+0.06pct/-0.10pct。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.67%/1.76%/0.15%/0.03%，同比变动分别为 2.41pct/0.43pct/持平/-0.03pct。
 3) 净利率：2024 年实现 3.84%，同比+0.75pct；2024Q4 净利率为 1.92%，同比-0.06pct。25Q1 净利率为 6.40%，同比-2.05pct。
- 维持“买入”评级
 2025Q1 公司业绩表现平淡，但 2025 年业绩增长的重要驱动力在于线下分销，需关注日销品占比提升及动销表现。考虑到后续爱折扣并表、公司建厂折旧以及分销费用投放的影响，我们下调此前利润预期，我们预计 2025-2027 年公司实现收入分别为 135.22/169.72/201.60 亿元，同比增长分别为 27.3%/25.52%/18.78%；预计实现归母净利润分别实现 4.50/6.38/7.56 亿元，同比增长分别为 10.41%/41.77%/18.40%，对应 PE 分别为 24/17/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：新品拓展不及预期、渠道拓展不及预期、原材料价格上涨风险

投资评级：买入(维持)

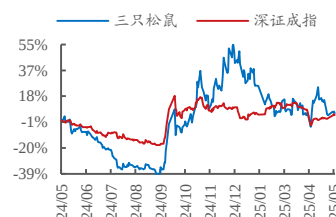
分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽
 执业证书号：S1230521070001
 duwanze@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 27.14
总市值(百万元)	10,883.14
总股本(百万股)	401.00

股票走势图



相关报告

- 1 《短期有业绩，中期有空间，长期有成长》 2025.01.25
- 2 《24Q3 业绩超预期，供应链整合优势突出》 2024.11.04
- 3 《24H1 高质量增长，盈利能力提升》 2024.09.18

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622.1	13521.5	16972.1	20160.1
(+/-) (%)	49.30%	27.30%	25.52%	18.78%
归母净利润	407.7	450.2	638.2	755.6
(+/-) (%)	85.51%	10.41%	41.77%	18.40%
每股收益(元)	1.02	1.12	1.59	1.88
P/E	26.69	24.18	17.05	14.40

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5248	6072	7830	9203
现金	866	1045	2230	2546
交易性金融资产	0	13	11	8
应收账款	560	859	1127	1211
其它应收款	42	43	54	69
预付账款	213	216	296	360
存货	2083	2261	2451	3416
其他	1483	1635	1661	1593
非流动资产	1519	1440	1535	1671
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	25	17	21	21
固定资产	843	887	965	1084
无形资产	113	107	101	95
在建工程	0	0	0	0
其他	538	429	448	471
资产总计	6767	7512	9365	10874
流动负债	3782	4075	5290	6043
短期借款	360	237	299	299
应付款项	2097	2547	3406	3945
预收账款	0	0	0	0
其他	1325	1291	1585	1799
非流动负债	150	147	147	148
长期借款	0	0	0	0
其他	150	147	147	148
负债合计	3932	4222	5437	6191
少数股东权益	8	8	7	7
归属母公司股东权	2827	3282	3921	4676
负债和股东权益	6767	7512	9365	10874

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	602	454	1222	462
净利润	407	450	638	755
折旧摊销	99	88	98	112
财务费用	7	5	(6)	(15)
投资损失	(49)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	1178	25	749	633
其它	(1041)	(66)	(207)	(974)
投资活动现金流	95	(85)	(122)	(173)
资本支出	(84)	(100)	(140)	(192)
长期投资	(3)	7	(4)	0
其他	182	8	22	19
筹资活动现金流	(156)	(190)	85	26
短期借款	60	(123)	62	(0)
长期借款	(125)	0	0	0
其他	(91)	(67)	23	27
现金净增加额	541	179	1185	315

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622	13522	16972	20160
营业成本	8046	10276	12899	15322
营业税金及附加	52	68	78	91
营业费用	1868	2434	2945	3468
管理费用	221	311	390	444
研发费用	28	47	54	60
财务费用	7	5	(6)	(15)
资产减值损失	22	(1)	4	14
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	49	49	49	49
其他经营收益	57	86	87	77
营业利润	484	516	744	903
营业外收支	53	53	53	53
利润总额	537	569	797	956
所得税	130	120	159	201
净利润	407	450	638	755
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	408	450	638	756
EBITDA	642	665	890	1053
EPS (最新摊薄)	1.02	1.12	1.59	1.88

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	49.30%	27.30%	25.52%	18.78%
营业利润	74.10%	6.63%	44.11%	21.32%
归属母公司净利润	85.51%	10.41%	41.77%	18.40%
获利能力				
毛利率	24.25%	24.00%	24.00%	24.00%
净利率	3.84%	3.33%	3.76%	3.75%
ROE	15.25%	14.70%	17.68%	17.55%
ROIC	12.26%	12.45%	14.52%	14.51%
偿债能力				
资产负债率	58.10%	56.20%	58.06%	56.93%
净负债比率	11.75%	7.23%	6.97%	6.17%
流动比率	1.39	1.49	1.48	1.52
速动比率	0.84	0.94	1.02	0.96
营运能力				
总资产周转率	1.73	1.89	2.01	1.99
应收账款周转率	18.41	19.08	17.08	17.11
应付账款周转率	4.41	4.43	4.33	4.17
每股指标(元)				
每股收益	1.02	1.12	1.59	1.88
每股经营现金	1.50	1.13	3.05	1.15
每股净资产	7.05	8.19	9.78	11.66
估值比率				
P/E	26.69	24.18	17.05	14.40
P/B	3.85	3.32	2.78	2.33
EV/EBITDA	22.52	15.36	10.22	8.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>